

Hyvät sijoittajat,

5. lokakuuta 2022

Tämä on neljännesvuosittain ilmestyvä 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 KOLMANNELLA VUOSINELJÄNNEKSELLÄ

Rahaston arvo laski 14,28 prosenttia¹ aikavälillä 1.7.–30.9.2022, ja Rahaston tammikuun aloituksesta 30,48 prosenttia². Vuoden 2022 kolmannen neljänneksen lopussa Rahastossa oli 11 omistusta ja Rahaston salkusta noin 13 prosenttia oli käteisenä.

Rahaston viisi suurinta omistusta katsauskauden lopussa olivat suuruusjärjestyksessä Stockmann, Evolution, Kamux, OmaSp ja Upsales.

Rahasto ei ole käyttänyt äänioikeuttaan missään omistamansa yhtiön yhtiökokouksessa vuoden 2022 aikana.

¹ B-osuussarjan tuotto. A- osuussarjan tuotto vastaavalla ajanjaksolla oli -14,28 prosenttia.

² B-osuussarjan tuotto. A- osuussarjan tuotto vastaavalla ajanjaksolla oli -30,55 prosenttia.

MARKKINAKATSAUS

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

HAASTAVA VUOSI

Vuosi 2022 on ollut sijoitusuramme selvästi haastavin. Kun muutaman edellisen vuoden ajan tuntui siltä, että kaikki johon koski muuttui kullaksi, on tänä vuonna tunne ollut täysin päinvastainen. Erityisesti strategiamme mukaiset pohjoismaiset pien- ja kasvuyhtiöt ovat saaneet kovaa kyytiä indeksitasollakin. Esimerkiksi suurimmaksi osaksi näistä koostuva First North All-Share Euro -indeksi on laskenut vuoden alusta noin 45%:ia, kun samaan aikaan Helsingin pörssin OMXH25GI -indeksi on laskenut ainoastaan noin 19%:ia. Tämä indeksi koostuu 25 suurimmasta Helsingin pörssin yhtiöstä, joista suurin osa on tasaisia korkeaa osinkotuottoa maksavia arvoyhtiöitä, joilla on tapana pärjätä paremmin laskumarkkinassa.

Keskitetty sijoitusstrategiamme on tänä vuonna toiminut myös tavallista heikommin, sillä aiemmin Rahastossa suuressa painossa ollut Qt Group on performoinut erityisen huonosti. Keskitettyssä sijoitusstrategiassa yhdelläkin heikosti suoriutuvalla yhtiöllä on tuntuva vaikutus kokonaiskehitykseen, mutta sama pätee myös toiseen suuntaan. Ennen Rahaston aloitusta olemme omassa sijoitustoiminnassamme hyötyneet ylipainotuksista ja uskomme hyötyvämmä niistä pitkässä juoksussa myös jatkossa.

Näkemyksemme mukaan Rahaston omistamat yhtiöt alkavat olla erittäin houkuttelevissa hinnoissa ja osakkeiden tuottopotentiaali on hyvin lupaava muutaman vuoden tähtäimellä.

STOCKMANN – RAHASTON SUURIN OMISTUS

Stockmann jatkaa edelleen Rahaston suurimpana omistuksena. Olemme viime kuukausien aikana keskustelleet suurimpien omistajien kanssa ja esitelleet heille näkemystämme lisäarvosta, joka syntyisi, jos Lindexin ja Stockmannin liiketoiminnot eriytettäisiin toisistaan. Ehdotuksemme ei ole kohdannut vastahakoisuutta. Tämä järjestely voisi olla myös yhtiön johdon intresseissä, sillä Stockmann lanseerasi vastikään osakeoptio-ohjelman johdolleen. Olemme varovaisen optimistisia sen suhteen, että jos aliarvostus ei purkaudu käynnissä olevan yrityssaneerauksen aikana, voisi konserni olla valmis yritysjärjestelyihin.

On todennäköistä, että Stockmannin tavaratalopuoli tulee kokemaan haastavia aikoja ensi vuonna, jos kuluttajaluottamusindikaattorit pysyvät nykyisellä alhaisella tasolla. Lindexin pitäisi kuitenkin olla paljon defensiivisempi kuin tavaratalobisneksen, kun kaksi kolmasosaa Lindexin myynnistä tulee alus- ja lastenvaatteista. Esimerkiksi finanssikriisi ei vaikuttanut Lindexiin, vaan yhtiö teki ennätystuloksen. On vaikea arvioida, miten hyvin markkina osaa katsoa haastavan ensi vuoden yli, mutta näkemyksemme mukaan alhainen arvostustaso ja nettokassa antavat suuren turvamarginaalin sijoitukseen parin vuoden tähtäimellä.

HENNES & MAURITZ, STOCKMANN JA TOKMANNI. YRITYSARVOT OVAT ILMAN VUOKRASOPIMUSVELKOJA.

Valuation								
Company name	# of shares	Share	Currency	Cash	LT & ST	Enterprise	Trailing 12M	EV/
	Millions	Price			Debt	Value	EBIT	EBIT
Hennes & Mauritz	1,655	103.5	SEK	26,571	10,443	155,165	17,977	8.6
Stockmann	156	2.1	EUR	185	66	208	95	2.2
Tokmanni	59	11.2	EUR	27	154	787	93	8.4

Lähde: Yritysten osavuositiedot.

Yllä olevassa taulukossa olemme verranneet Stockmannin arvostusta esimerkiksi läheiseen verrokkiin Ruotsista, Hennes & Mauritziin, sekä suomalaisen halpakauppayhtiö Tokmanniin, jonka kasvuprofiili vastaa mielestämme pitkälti Stockmannin kasvuprofiilia. Emme väitä, että Stockmannin tulisi saada samanlaiset arvostuskertoimet Hennes & Mauritzin kanssa ottaen huomioon Stockmannin tavaratalopuolen syklistemmän profiilin. Itsenäisenä yrityksenä Lindex, joka muodostaa lähes kaiken Stockmann-konsernin liikevoitosta, voisi uskoaksemme saavuttaa huomattavasti nykyistä korkeammat ja Hennes & Mauritzin kaltaiset arvostuskertoimet.

Yllä olevassa taulukossa emme ole huomioineet yritysarvon laskennassa Stockmannin vuokrasopimuskiistoihin liittyviä velkoja, jotka elokuun lopussa julkaistun LähiTapiolan ja Stockmannin välisen riidan päätöksen perusteella voisi tuoda Stockmannille ylimääräistä maksettavaa noin 40 miljoonaa euroa ja muutaman prosentin osakediluution. Tämä huomioituna Stockmannin EV/EBIT nousisi tasolle 2.7x (2.2x). Toki on hyvä tiedostaa, että Stockmannilla on ollut myötätuulta myynnissä koronarajoitusten poistuessa, ja paine tuloksen laskulle on luultavasti hieman näitä verrokkeja korkeampi.

EPÄONNISTUNEITA OSAKEPOIMINTOJA MUTTA ONNISTUNEITA PELILIIKKEITÄ

Sijoitusstrategiaamme ei kuulu liiallinen treidaaminen. Poikkeuksellinen vuosi on kuitenkin johtanut meidät tekemään useita isompia peliliikkeitä, joista jokainen on tähän mennessä onnistunut. Kuten 14.4.2022 päivättyssä sijoittajakirjeessä kirjoitimme, Rahasto kevensi reilusti **Harvian** painoa Ukrainan sodan syttyessä. Rahasto jatkoi yhtiön keventämistä läpi kesän, ja 19.7.2022 julkaistun negatiivisen tulosvaroituksen aikaan osake oli Rahastossa enää noin prosentin painossa. Välittömästi negatiivisen tulosvaroituksen jälkeen Rahasto myi loput Harvian osakkeet noin 25.4 euron hintaan. Tuon päivän jälkeen Harvian kurssi on laskenut vielä 45%.

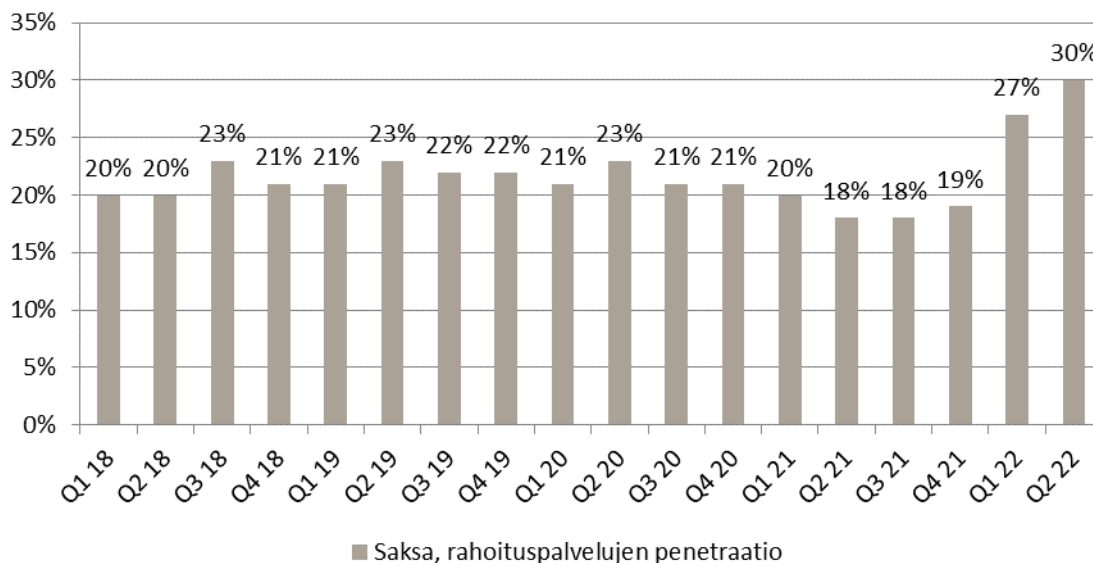
Mainitsimme 09.07.2022 päivättyssä sijoittajakirjeessä Rahaston myyneen **Remedyn** kokonaan pois. Remedyn osakekurssi on viimeisimmistä myynneistä laskenut 30%.

Rahasto päätyi juuri ennen **Tecnotreen** Q2 osavuositiedosta myymään kaikki Tecnotreen osakkeet pois. Osake on viimeisimmistä myynneistä laskenut 45%.

Kamuxin heinäkuun myyntitilastojen tultua julki ja kilpailijoiden osavuositarkastuksiin pohjautuen pidimme erittäin todennäköisenä, että yhtiö joutuisi antamaan negatiivisen tulosvaroituksen. Tästä johtuen Rahasto alkoi keventää Kamux-omistustaan sitä mukaa, kun lidvideetti antoi myötä. Negatiivinen tulosvaroitusta tulikin 11.8. ja Rahasto oli ehtinyt keventää noin 35% Kamux-positiostaan. Kurssi laski negatiivisen tulosvaroituksen myötä noin 15%, minkä jälkeen Rahasto osti myymänsä osakkeet takaisin ja jatkoi Kamux omistuksen kasvattamista läpi elokuun.

Markkina näyttää katsovan Kamuxia hyvin lyhytjänteisesti. Sakasta on toki tullut entistä varteenotettavampi haastaja Suomen markkinoilla, mutta ulkomaille laajentuminen ja etenkin Kamuxin viime aikojen vahva kehitys Saksassa on ollut erittäin positiivista pidemmän aikavälin sijoituskeissin kannalta. Korkeakatteisten rahoituspalvelujen penetraatio on noussut Saksassa hetkessä 30%:n tasolle, mikä mahdollistaa paremman marginaalin jatkossa. Käsityksemme mukaan Kamux on myös onnistunut neuvottelemaan Saksassa suotuisimmat ehdot paikallisen yhteistyökumppani Santanderin kanssa tämän vuoden alusta alkaen, mikä lisää uskoa Saksan valloituksen onnistumiseen.

SAKSAN RAHOITUSPALVELUJEN PENETRAATIO ON NOUSSUT HETKESSÄ.



Lähde: Kamuxin osavuositarkastukset.

Pessimismi on selvästi valloillaan osakkeessa, kun ”kaikki” tietävät, ettei käytettyjen autojen kauppa käy tällä hetkellä niin kuin ennen. Heikko markkina kuitenkin todennäköisesti nopeuttaa pienempien toimijoiden tippumista pois pelistä, mikä sataa Kamuxin laariin kasvattaen yhtiön markkinaosuutta. Helpon rahan aikakauden päättyminen vaikuttaa myös yhtiöihin, joiden voimakas kasvu on rakennettu lainarahoituksen ja jatkuvien osakeantien varaan. Esimerkiksi brittiläinen käytettyjen autojen kauppias Cazoo ilmoitti äskettäin vetäytyvänsä koko Euroopan markkinoilta ja keskittyvänsä ainoastaan Britteihin. Lisäksi isosti kassaa polttava saksalainen Auto1 on käsityksemme mukaan vähentänyt kasvupanostuksia saadakseen kassanhallinnan kuntoon. Nämä kilpailijoiden toimet suosivat Kamuxia, ja Kamux saattaa tulla ulos tästä poikkeusajasta selvänä voittajana. Rahoitustuotot jäävät

nousseiden korkojen takia todennäköisesti alhaisemmiksi kuin ennen, mutta jos markkina edes jotenkuten normalisoituu 1-2 vuoden kuluessa, osakkeen tuotto tulee olemaan erinomainen. Tällä hetkellä Kamux treidaa poikkeuksellisen heikossa markkinassa niinkin alhaisella EV/EBIT-kertoimella kuin noin 10x, ja näkemyksemme mukaan suurin osa syistä markkinan heikkoudelle ovat väliaikaisia.

Edellä mainittujen lisäksi Rahasto myi lähes puolet **Qt Group** -positiostaan sen jälkeen, kun yritys laski ohjeistustaan kuluvalle vuodelle elokuun alussa. Tämän jälkeen yhtiön osakekurssi on laskenut 38%. Olemme jo vuosia olleet Qt Groupin kyydissä ennen Rahaston lanseerausta, ja yhtiö on historiallisesti ollut erittäin konservatiivinen ohjeistaja. Ohjeistukset ovat useana peräkkäisenä vuonna ylitetty isolla marginaalilla.

Kun yhtiö ohjeisti alun perin 30-40% liikevaihdon kasvua vertailukelpoisilla valuutoilla tälle vuodelle oli oma arviomme selvästi tätäkin korkeammalla. Ensimmäisen, hieman odotuksia heikomman, osavuosikatsauksen yhteydessä Qt Groupin toimitusjohtaja Juha Varelius sanoi arvioivansa yhtiön edelleen pääsevän ohjeistuksen ylälaitaan, eli lähelle 40%. Koska Varelius on kertonut näkyvyyden olevan erittäin hyvä ainakin puoli vuotta eteenpäin, ja koska hän on aiemmin ollut ennusteissaan konservatiivinen, pidimme tätä toteumaa hyvin todennäköisenä, emmekä täten huolestuneet hieman heikommasta ensimmäisestä kvartaalista. Etenkin, koska ajattelimme kehittäjälisenssimyyntin olevan defensiivistä. Jos esimerkiksi autonvalmistaja ostaa lisenssin kehittääkseen uuden automallin, joka tulee ulos tehtaalta kolmen vuoden kuluttua, arvelisimme, ettei yritys anna hirveästi painoa sille, onko kyseisellä hetkellä taantuman riski kasvanut loppuvuodelle. Varelius oli vielä toistanut pipelineen olevan vahva kesäkuun alun analytikkopuhelussa.

Kun yritys lopulta antoi negatiivisen tulosvaroituksen, yllätyimme että kehittäjälisenssimyyntin ennustaminen on ollut jopa yhtiön johdolle huomattavasti arvioitamme haastavampaa. Kehittäjälisenssimyynti on siis selvästi enemmän makrosta riippuvaa kuin olimme kuvitelleet, kun muutamassa kuukaudessa myynti voi poiketa näin paljon yhtiön ennusteista. Tämä tieto luo negatiivisen tulosvaroituksen riskin vielä loppuvuodelle sekä isomman riskin sille, ettei yritys pääse uudistetun strategian mukaisiin 30-40%:n vuosittaisiin kasvutavoitteisiin.

Tämän lisäksi erittäin suureksi kasvanut osakkeen lyhyksimyynti huolestuttaa meitä. Onko kenties mahdollista, että lyhyksimyyjät ovat oivaltaneet jotain, mikä ei ole vielä tullut julki markkinoille, kuten esimerkiksi Qt Groupin asiakkaiden suunnitelma vaihtaa kilpailevaan teknologiaan? Viimeisenä vielä tänä vuonna rajusti nousseet korot. Esimerkiksi Suomen valtion 30 vuoden velkakirjojen korot ovat nousseet vuoden alun 0,51 prosentista syyskuun lopun 2,69 prosenttiin. Näin massiivinen muutos itsessään alentaa Qt Groupin DCF-mallimme arvoa noin 35%:lla, vaikka tulevat kassavirrat pysyisivät samoina. Tästä syystä joudumme olemaan entistä tarkempia arvioidessamme kasvuyhtiöitä, joiden kassavirrat ovat kauempana tulevaisuudessa.

Siten emme näe sijoituskeissiä enää niin houkuttelevana, että yhtiön pitäisi olla selvässä ylipainossa kuten se oli ennen negatiivista tulosvaroitusta ollut. Pidämme kuitenkin Qt Groupin pitkän aikavälin tarinaa tarpeeksi hyvänä, etenkin huomioiden huomattavasti alhaisemman osakekurssin, että yrityksellä on näkemyksemme

mukaan paikka Rahaston salkussa. Kuitenkin selvästi yli 40 prosentin defensiivisen kasvun vaihtuminen epävarmaan 20-30 prosentin kasvuun muuttaa merkittävästi sijoituskeissin houkuttelevuutta.

KÄTEISPOSITIO JA KAUPANKÄYNTI

Rahasto on edellä mainittujen myyntien jäljiltä malttanut pitää käteispositiota, ja hiljalleen kasvattanut omistamiensa yhtiöiden positioita laskeviin kursseihin. Emme useimmiten halua avata sijoittajakirjeessä tarkemmin syitä, jotka mahdollisesti johtivat Rahaston eri omistuksista luopumiseen. Tämä johtuu siitä, kuten olemme aiemmin maininneet, että keskustelemme säännöllisin väliajoin yhtiön johdon, omistajien ja analyytikoiden kanssa, ja usein myyntipäätökseen liittyy jokin asia, jonka uskomme lukeneemme "rivien välistä". Tällä spekulointi julkisesti ei toisi mitään lisäarvoa, eikä se myöskään auttaisi keskusteluyhteyksien ylläpitämiseen jatkossa.

Tulevaisuudessa meidän ei ole tarkoitus käydä näin yksityiskohtaisesti läpi kaikkia treidejä, joita Rahasto tekee, eikä ylipäätensä Rahaston ole tarkoitus käydä kauppaa yhtä aktiivisesti. Varsinkaan koska Rahasto sijoittaa usein pienempiin ja siten enemmän epälikvideihin yhtiöihin. Ymmärrämme, että Rahaston vaisuhkon tuoton takia onnistuneet treidit eivät juurikaan lämmitä, mutta halusimme kuitenkin avata tässä sijoittajakirjeessä tarkemmin kvartaalin tapahtumia, ja sitä, että teemme täällä kaikkemme, aamusta iltaan, jotta Rahaston kurssi saadaan käännettyä.

Oikein mukavaa syksyn jatkoa,

Jens Kyllönen ja Arimatti Alhanko

Coeus Invest Oy

Estlander & Partners Oy:n sidonnaisasiamies