

Hyvät sijoittajat,

5. tammikuuta 2023

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 analyyseja, kokemusta ja sijoitusfilosofiaa.

RAHASTON KEHITYS VUODEN 2022 NELJÄNNELLÄ VUOSINELJÄNNEKSELLÄ

Rahaston arvo nousi 8,30 prosenttia¹ aikavälillä 1.10.–31.12.2022. Rahaston tammikuun 2022 aloituksesta Rahaston arvo laski 24,71 prosenttia². Vuoden 2022 lopussa Rahastossa oli 13 omistusta ja Rahaston salkusta noin 15 prosenttia oli käteisenä.

Rahaston viisi suurinta omistusta katsauskauden lopussa olivat suuruusjärjestyksessä Evolution, Stockmann, Energy Save, Upsales ja Fortnox.

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

¹ B-osuussarjan tuotto. A- osuussarjan tuotto vastaavalla ajanjaksolla oli 8,30 prosenttia.

² B-osuussarjan tuotto. A- osuussarjan tuotto vastaavalla ajanjaksolla oli -24,78 prosenttia.

MARKKINAKATSAUS

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

MARKKINATILANNE VAIKEA MUTTA PARANTAMISEN VARAAKIN ON

Kuten 5.10.2022 julkaistussa sijoituskirjeessä kirjoitimme, vuosi 2022 oli sijoitusuramme selvästi haastavin. Harva osasi ennustaa, että 12kk euribor nousee vuoden alun -0,5 prosentista nykyiseen yli kolmeen prosenttiin. Raju korkojen nousu iski erityisen kovaa kasvuyhtiöpainotteiseen sijoitusstrategiaamme. Tämä takaisku on kuitenkin nyt kärsitty, ja vaikuttaa hyvin epätodennäköiseltä, että vastaavanlaista muutosta koroissa näkyisi lähitulevaisuudessa. Saimme pienennettyä tappioita reagoimalla uuteen talousympäristöön, mutta teimme sen hieman myöhässä. Meillä kesti liian kauan huomata, miten paljon maailma oli aidosti vuoden alkupuoliskon aikana muuttunut. Jopa Upsalesin, Evolutionin, Efecten ja Fortnoxin tuotot jäivät vaisuiksi, vaikka yhtiöiden liiketoiminta kehittyi erinomaisesti, ja ne olisivat luultavasti antaneet hyvin erilaiset tuotot paremmassa sijoitusympäristössä.

Emme voi myöskään olla tyytyväisiä osakepoimintamme osumistarkkuuteen viime vuoden osalta. Useammasta rahaston isossa painossa olleesta omistuksesta tuli merkittävää vastatuulta. Muuttuva sijoitusympäristö iski joihinkin toimialoihin ja yhtiöihin yllättävän rajusti. Vuosi on kuitenkin hyvin lyhyt aika osakemarkkinoilla, ja viime vuosi on luultavasti ollut opettavaisin yksittäinen vuosi meille koskaan eikä intohimo sijoittamista kohtaan ole pienentynyt lainkaan, päinvastoin. Odotamme innolla tulevaa vuotta.

Vuoden loppua kohden inflaatio näytti vihdoinkin viilentymisen merkkejä. Silti tästä vuodesta tulee varmasti reaalityössä vaikea. Tämä ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita laskevia pörssikursseja, sillä ne ovat aina eteenpäin katsovia ja monien yhtiöiden kurssit sisältävät mielestämme jo hyvin vaisuja odotuksia. Kysymys tulee enemmän olemaan, kuinka vaikeaksi tämä vuosi osoittautuu ja missä määrin yritysten tulokunto kestää. Pidämme todennäköisenä, että valoa alkaa näkyä tunnelin päässä jossain vaiheessa vuotta, mikä riittäisi parantamaan sijoittajasentimenttiä huomattavasti.

KAKSI UUTTA OMISTUSTA – ENERGY SAVE JA MUNTERS

Jos Ukrainan sodasta pitää väkisin löytää jotain positiivista, se nopeuttaa entisestään maailman siirtymistä vihreämpään energiaan fossiilista polttoaineista. Arimatti kirjoitti vuoden 2021 lokakuussa [Viisas Raha- sivustolla](#) ilmastonmuutoksesta ja siitä, millaisia mahdollisuuksia se tuo sijoittajalle. Tutkimmekin viime vuonna useita yrityksiä energiasektorilta, ja marraskuussa tutkimustyö johti myös kahteen uuteen sijoitukseen Rahastossa, jotka hieman pelastivat vuoden tulosta.

ENERGY SAVE

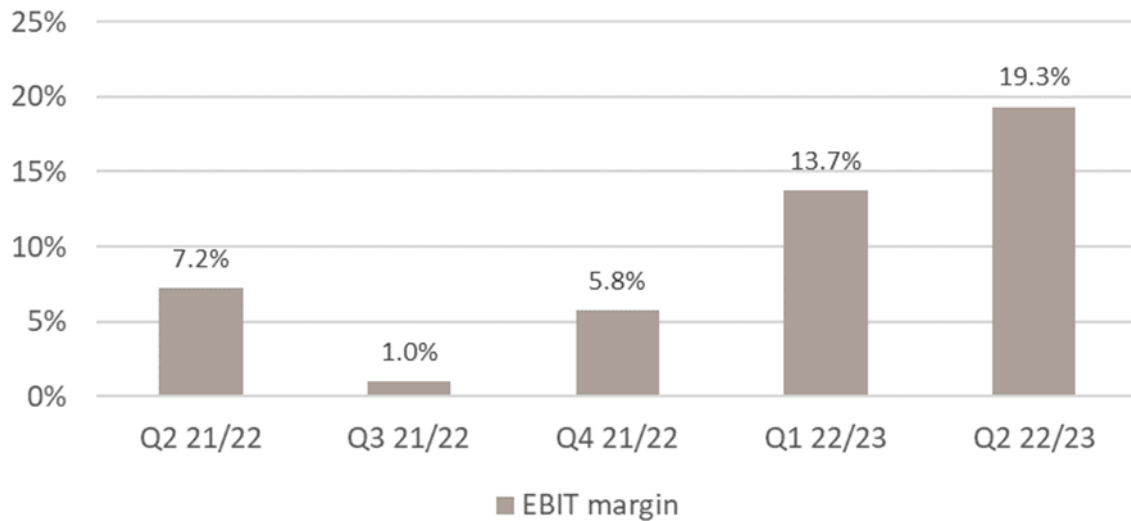
Rahasto alkoi ostaa ruotsalaisen lämpöpumppuyrityksen **Energy Saven** osaketta heti, kun yritys julkaisi älyttömän vahvat Q2 22/23 ennakkoluvut 14. marraskuuta. Energy Save keskittyy ainoastaan ilma-vesilämpöpumppuihin ja on perustamisvuodesta 2009 alkaen myynyt lämpöpumppujaan jakelijoidensa kautta yli 20 000 kappaletta Euroopassa. Viime kvartaalien aikana kasvu on saanut aivan uuden kulmakertoimen. Vuoden 2022 Q3:lla yritys myi enemmän lämpöpumppuja kuin koko vuonna 2021 yhteensä.

Lämpöpumppujen myynti kasvoi Euroopassa jo ennen Ukrainan sotaa 34% vuonna 2021, käsittäen noin 2,2 miljoonaa uutta lämpöpumppua, ja markkinan uskotaan kasvavan voimakkaasti myös lähivuodet. EHPAn (European Heat Pump Association) [mukaan](#) vuotuinen lämpöpumppujen myynti Euroopan alueella yltäisi 14,5 miljoonaan kappaleeseen vuonna 2031, mikä tarkoittaisi myynnin seitsenkertaistumista vuoden 2021 tasosta. Tavoitteiden taustalla on Euroopan Komission niin sanottu **REPowerEU**- suunnitelma, joka julkaistiin kesällä 2022 ja jonka tavoitteena on vähentää riippuvuutta Venäjän fossiilisista polttoaineista ja edistää vihreää siirtymää nopeasti.

Lämpöpumput ovat osa kokonaisuutta ilmastonmuutoksen torjumisessa. Energy Savesin mukaan sen ilma-vesilämpöpumput säästävät huomattavasti energiaa verrattuna perinteisiin vaihtoehtoihin kuten sähkölämmitykseen tai muihin polttoaineisiin kuten öljyyn ja kaasuun. Jos sähkölämmityksen hyötysuhde on sata prosenttia, eli jokainen ostettu kilowatti muuttuu sähköpatterissa lämmöksi, lämpöpumppuissa hyötysuhde voi olla 300-500 prosenttia. IEA (International Energy Association) arvioi [marraskuun 2022 raportissaan](#), että lämpöpumput voivat maailmanlaajuisesti vähentää globaaleja hiilidioksidipäästöjä vähintään 500 miljoonalla tonnilla vuonna 2030 – mikä vastaa Euroopan kaikkien autojen vuosittaisia hiilidioksidipäästöjä.

Sen lisäksi, että Energy Savesin toimiala kasvaa voimakkaasti ja yrityksen lämpöpumput mahdollistavat asiakkaille suuret energiasäästöt, pidämme myös yhtiön skaalautuvasta liiketoimintamallista. Yritys itse työllistää ainoastaan reilut 20 henkilöä, jotka vastaavat suunnittelusta ja yhteydenpidosta jakelijoihin. Valmistuksen hoitaa pääasiassa kiinalainen partneri Amitime, joka on ollut Energy Savesin kumppani sitten perustamisen ja on myös osakkeenomistaja Energy Savesissa, ja jälleenmyyjät vastaavat myynnistä. Lämpöpumppujen asennuksen hoitavat puolestaan muut tahot. Skaalautuvasta liiketoimintamallista johtuen Energy Savesin liikevoittomarginaali nousi edellisellä kvartaalilla lähes 20%:iin vuodentakaisesta 7%:sta ja uskomme marginaalin pysyvän suunnilleen tällä tasolla myös lähivuosina.

SKAALAUTUVASTA LIKETOIMINTAMALLISTA SAATIIN VAHVOJA NÄYTTÖJÄ Q2 22/23 RAPORTISSA.



Lähde: Energy Save.

Olemme jutelleet Energy Savesta suomalaisen **Onnisen** kanssa, jonka lämpöpumppujen jälleenmyyntivalikoimaan kuuluu myös Energy Saven tuotteita. Keskustelujen perusteella Onninen uskoo lämpöpumppumarkkinan kasvavan vielä EHPA:n ennusteita nopeammin. Tällä hetkellä kysyntä ylittää selvästi tarjonnan, ja vaikka valmistuskapasiteettia ollaan Euroopassa lisäämässä monen eri toimijan taholta, kuluu vähintään muutama vuosi ennen kuin uusi kapasiteetti on täydessä käytössä. Tämä hyödyttää Energy Savea, sillä Kiinassa vastaavan tehtaan rakentaminen kestää ainoastaan noin vuoden ja seuraava laajennus on käsityksemme mukaan täydessä käytössä jo syksyllä 2023. Onnisen kanssa käytyihin keskusteluihin pohjautuen uskomme myös Energy Savesin ilma-vesilämpöpumppu teknologian olevan niin sanotussa sweet-spotissa, sillä ilma-vesilämpöpumppujen hyötysuhteet ovat Onnisen mukaan nykyään jo lähellä maalämpöä mutta samalla kokonaisinvestointi on huomattavasti maalämpöä alhaisempi ja asennus nopeampi.

Rahaston ensimmäisten ostojen jälkeen Energy Saven kurssi on noin kaksinkertaistunut. Näemme silti edelleen sijoituskohteen houkuttelevana, sillä yrityksen kasvupotentiaali on valtava. Tällä hetkellä Energy Save myy arvioidemme mukaan noin 3000 lämpöpumppua kvartaalissa, mikä vastaa noin 0,4%:ia koko EU-alueella tapahtuvasta myynnistä, joten yhtiöllä on vielä paljon tilaa kasvattaa markkinaosuuttaan. Euroopassa markkinalla on myös vielä paljon kasvunvaraa. Vaikka Pohjoismaissa lämpöpumppujen penetraatioaste on jo korkea, monissa muissa Euroopan maissa joihin Energy Save on äskettäin laajentunut tai on laajentumassa, penetraatioaste on hyvin matala.

Jos annualisoidaan viimeisimmän kvartaalin liikevoitto, päästään reiluun 85 MSEK liikevoittoon. Arviomme mukaan yhtiöllä on mahdollisuus saavuttaa yli 150 MSEK:n

vuotuinen liikevoitto parin vuoden sisään, kun kiinalaisen kumppanin Amitimen tämän vuoden kapasiteettilaajennus on valmis. Tällöin EV/EBIT-multippeli olisi enää noin 8x, kun esimerkiksi alan suurimman kilpailijan Niben vastaava kerroin on 30x.

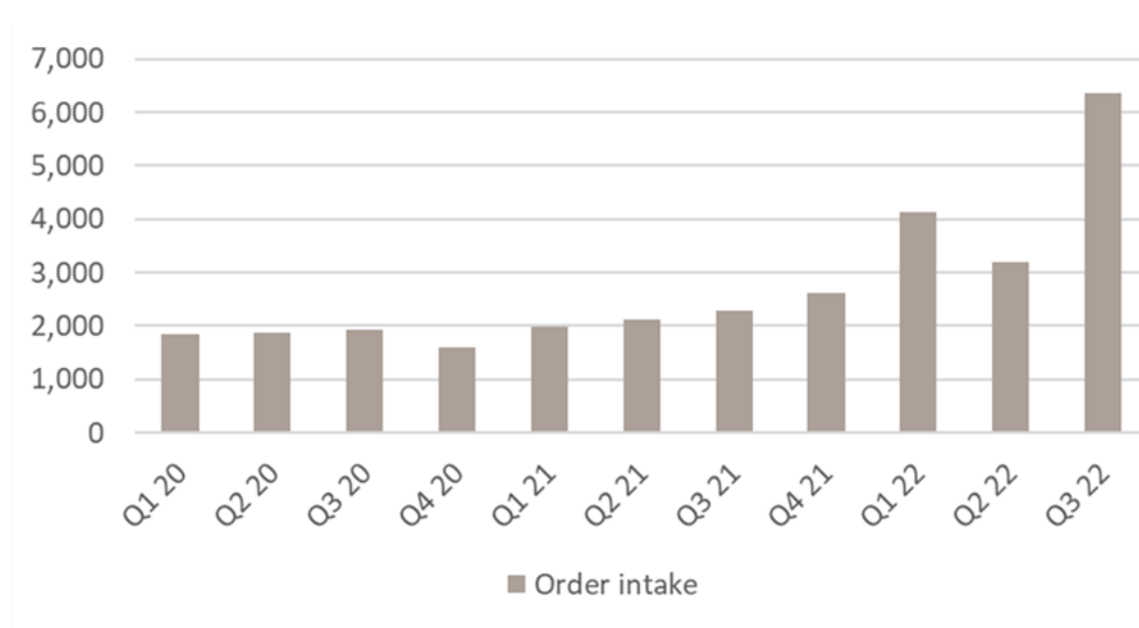
MUNTERS

Toinen marraskuussa Rahastoon tullut uusi omistus on ruotsalainen **Munters**, joka on globaali energiatehokkaiden ilmapäästelyratkaisujen toimittaja. Muntersin laitteita käytetään muun muassa akkutehtailla, datakeskuksissa sekä elintarvike- että lääketeollisuudessa. Olemme seuranneet Muntersia jo vuosien ajan sitten yrityksen listautumisen vuonna 2017, mutta vasta viime vuonna saimme todellisia näyttöjä siitä, että yrityksen liiketoiminta onnistui ottamaan loikan uudelle tasolle. Uskomme, että uudella johdolla, joka tuli taloon syksyllä 2019, on ollut liiketoimintaan selvä positiivinen vaikutus. Sen lisäksi, että johto on laittanut entistä enemmän fokusta kasvaviin toimialoihin, on myös eri tuoteryhmiä karsittu ja tuotealustoja standardoitu, jotta liiketoiminnasta saadaan skaalautuvampaa.

Kaksi Muntersin nopeimmin kasvavaa liiketoiminta-aluetta ovat kosteudenpoisto ja jäähdytys sähköautojen akkutuotannossa sekä datakeskuksissa. Kun esimerkiksi elintarvike- ja lääketeollisuudessa ilmapäästelyn kasvuluvut ovat tyypillisesti yksinumeroisia, sähköautojen voimakkaan yleistymisen myötä ja datan määrän kasvaessa Muntersin akku- ja datakeskustoimialat pääsevät korkeisiin kaksinumeroisiin lukuihin. Litiumioniakkujen valmistuksessa vaaditaan erittäin alhainen kastepiste, mikä johtaa kosteudenpoistolaitteiden tarpeeseen. Datakeskukset puolestaan tuottavat huomattavia määriä lämpöä, joka on siirrettävä pois rakennuksista. Eri lähteisiin pohjautuen sähköautojen kysynnän uskotaan kasvavan noin 20-25%:n vuosivauhtia vuoteen 2030 asti, kun taas datakeskusten jäähdytysmarkkinan arvioidaan kasvavan 15-20%:ia vuodessa samana ajanjaksona.

Vastatakseen voimakkaaseen kysyntään Munters avasi juuri syksyllä 2022 uuden akkujen ilmapäästelylaitteita varten suunnitellun tehtaan Tshekkiin sekä datakeskusten jäähdytysratkaisuja valmistavan tehtaan Virginiaan. Lisäksi yritys ilmoitti marraskuussa 2022 rakentavansa jälleen uuden tehtaan Yhdysvaltoihin, jonka pitäisi olla täydessä tuotannossa jo vuonna 2024. Näiden tehtaiden tarkoituksena on purkaa valtavaa lähes 12 miljardin SEK:n tilauskantaa, joka paisui viime vuonna lukuisten suurten tilausten takia. Tilaukskannassa pidämme siitä, että isot tilaukset koostuvat suuresta erästä pieniä toimituksia useaan eri laitokseen seuraavaan kolmen vuoden aikana eikä esimerkiksi parista isosta yksittäisestä tilauksesta, joihin kohdistuisi suurempi projektikohtainen riski.

MUNTERSIN TILAUSTEN MÄÄRÄ LÄHTI KASVUUN VUODEN 2021 JÄLKIPUOLISKOLLA JA KIIHTYI VIIME VUONNA, MSEK.



Lähde: Munters.

Vaikka suurin mielenkiintomme kohdistuukin Muntersin akku- ja datatehdasalueeseen, odotamme mielenkiinnolla, saavatko myös Muntersin hiilidioksiditalteenottolaitteet myötätuulta lähivuosien aikana. Munters tiedotti huhtikuussa 2022 olevansa mukana hankkeessa, jossa otetaan ensimmäistä kertaa koskaan hiilidioksidia talteen sementtiteollisuudessa. Sementti on välttämätön materiaali lähes kaikissa rakennusprojekteissa, ja jos sementtiteollisuus olisi valtio, se olisi kolmanneksi suurin päästöjen aiheuttaja Kiinan ja Yhdysvaltojen jälkeen.

Arviomme mukaan Munters arvostetaan noin 23x EV/EBIT-kertoimella vuodelle 2022. Vuonna 2024 odotamme EV/EBIT-kertoimen olevan enää 12,5x. Tämä oletus pitää sisällään liikevaihdon kasvua vuosina 2023 ja 2024 sekä marginaalien nousun. Marginaaleja tukevia tekijöitä ovat raaka-aineiden ja logistiikkakustannusten lasku sekä käsityksemme, että olemassa olevaan tilauskantaan on saatu neuvoteltua huomattavia hinnankorotuksia. Jos yhtiön tärkeimmät kohdemarkkinat jatkavat vahvaa kasvua myös tämän ajanjakson jälkeen ja Munters pystyy jatkamaan kasvua vähintään kohdemarkkinan kasvun mukana, on arvostus mielestämme houkutteleva.

Oikein mukavaa vuotta 2023,

Jens Kyllönen ja Arimatti Alhanko

Coeus Invest Oy

Estlander & Partners Oy:n sidonnaisasiamies