

Hyvät sijoittajat,

6. huhtikuuta 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 2023 ENSIMMÄISELLÄ VUOSINELJÄNNEKSELLÄ

Rahaston arvo laski 1,05 prosenttia¹ aikavälillä 1.1.–31.03.2023. Vuoden 2023 ensimmäisen vuosineljänneksen lopussa Rahastossa oli 12 omistusta ja Rahaston salkusta noin 3 prosenttia oli käteisenä.

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

Rahasto ei ole käyttänyt äänioikeuttaan missään omistamansa yhtiön yhtiökokouksessa vuoden 2023 aikana.

¹ B-osuussarjan tuotto. A- osuussarjan tuotto vastaavalla ajanjaksolla oli -1,05 prosenttia.

MARKKINAKATSAUS

Alla Coeus Invest Oy:n näkemyksiä nykyisestä markkinatilanteesta sekä Rahaston sijoituksista. ²

MYRSKYISÄ SÄÄ PÖRSSISSÄ JATKUU

Rahasto sai räjähtävän lähdön vuoteen 2023, kun samaan aikaan sijoittajasentimentti parani ja rahaston omistuksista Evolution, Fortnox ja Waystream performoivat vahvasti. Tunnelma pörssissä kääntyi huonompaan suuntaan, kun Silicon Valley Bank ajautui konkurssiin ja herätti pelon laajemmasta pankkikriisistä. Tallettajat reagoivat vetämällä ulos talletuksiaan pienemmistä pankeista aiheuttaen näille vakavia likviditeettiongelmia. Huolet levisivät myös Eurooppaan, ja pitkään ongelmassa paininut Credit Suisse päätyi UBS:n omistukseen. Kriisin seurauksena sijoittajasentimentti heikkeni, ja erityisesti rahaston omistuksista Energy Save ja Waystream performoivat huonosti.

ENERGY SAVE

Rahaston omistaman Energy Saven pehmeä Q3-osavuosikatsaus (marraskuu-tammikuu) tuli meille yllätyksenä. Suurin kysymys yhtiöön liittyen oli, oliko heidän raportoimansa vuoden toinen neljännes (elokuu-lokakuu) pelkästään kertaluonteinen vahva suoritus korkeiden energiahintojen siivittämänä vai uusi pysyvästi korkeampi taso, jolta olisi mahdollista ponnistaa seuraavalle tasolle. Haastattelimme johtoa useamman kerran, ja juttelimme myös yritystä seuraavaa analyttikon ja suomalaisen jakelijan kanssa. Tämän lisäksi lensimme Saksaan lämpöpumppumessuille, jotka järjestettiin juuri muutama päivä ennen Energy Saven osavuosikatsausta. Siellä haastattelimme muun muassa lämpöpumppuvalmistajia Mitsubishia, Nibeä, Qvantumia ja Viessmannia. Kaikilta kuulimme positiivista markkinasta ja kaikkien mukaan kysyntä ei ollut jäähtynyt viime vuodesta. Energy Saven yksi eduista on tällä hetkellä se, että kilpailijoilla on tuotantokapasiteetista pulaa ja Energy Save on pystynyt viemään heiltä markkinaosuutta omalla kapasiteetillaan. Käsitksemme mukaan Energy Saven tuotantokapasiteetista ennätysneljänneksellä oli käytössä 80-85 %, ja tuotantopartnerin uusi tehdas valmistuu lokakuussa 2023.

Suoritusympäristön piti olla täydellinen Energy Savelle, mutta Q3-raportissaan yhtiö kertoi liikevaihdon laskeneen yli 20 %:ia ennätyskvartaalista. Etenkin Keski-Euroopan liikevaihdon peräti 40 %:n lasku yllätti meidät, kun toisaalta pohjoismainen markkina jatkoi vielä QoQ-kasvua. Odotimme myös mahdollista laskua kotitaloussegmentissä mutta ennustimme kaupalliset kiinteistöt -segmentin paikkaavan loven. Toisin kävi. Kummankin segmentin liikevaihto laski.

Kävimme vielä raportin jälkeen uusia keskusteluja eri toimijoiden kanssa ja päädyimme siihen, että näemme jatkossakin hyötyä rahastolle olla mukana yrityksen

² Esitetyt mielipiteet ja näkemykset tässä sijoittajakirjeessä ovat Coeus Invest Oy:n omat, eikä tekemämme analyysi ole tae tulevaisuuden kehityksestä tai tulosta. Eikä historiallinen tuotto ole indikaatio tai tae tulevasta tuotosta. Emme myöskään anna sijoitussuosituksia.

kasvutarinassa. Vaikka uskomme että seuraava kvartaali voi vielä tuoda QoQ-liikevaihdon laskua, näemme sijoituskeississä edelleen monta positiivista tekijää.

Ensinnäkin uskomme lämpöpumppumarkkinan vahvaan kasvuun seuraavien vuosien aikana regulaation tukemana. Monissa Euroopan maissa kaasu- ja öljykattiloiden asennukset tullaan kieltämään (tai on jo kielletty), jotta kiinteistöjen lämmityksen päästöjä saadaan pienennettyä. Lämpöpumput ovat erinomainen ratkaisu korvaavaksi tekniikaksi. Toiseksi, Energy Save keskittyy ainoastaan ilmavesilämpöpumppuihin, joka on selvästi nopeimmin kasvava tuotekategoria Euroopassa. Isoilla pelureilla kestää ainakin pari vuotta ennen kuin huomattava määrä lisää ilmavesilämpöpumppujen tuotantokapasiteettia saadaan ajettua ylös Euroopassa. Kolmanneksi, Energy Savella on suunnatun annin jälkeen kassassa noin 180 miljoonaa kruunua, jota voidaan käyttää kasvupanostuksiin. Yritys laajeni äskettäin partnereiden kautta Iso-Britanniaan ja Saksaan ja olisimme yllättyneitä, jos Energy Save ei lähitulevaisuudessa solmisi uusia kumppanuussopimuksia nykyisissä toimintamaissa tai maissa, joissa yhtiöllä ei ole vielä liiketoimintaa.

STOCKMANN

Soitimme välittömästi Stockmannin uudelle omistajalle JC Switzerland Holding AG:lle, kun he liputtivat yli 5 %:n omistusosuudesta. JC:n kommentit antoivat meille kuvan, että olimme olleet liian optimistisia tavaratalojen nykyisen kehityksen ja strategian suhteen. Saimme myös käsityksen, että JC ei tällä hetkellä olisi valmis maksamaan siitä, että he ostaisivat pelkän tavarataloliiketoiminnan ulos konsernista nykytilassaan. Mielestämme JC:llä on kuitenkin hyvin järkeviä kehitysehdotuksia liiketoiminnan tervehdyttämiseksi, mutta ne veisivät useamman vuoden ja vaatisivat lisäinvestointeja tavarataloihin. Luksusmerkki Louis Vuittonin väliaikainen myymälä Helsingin tavaratalossa on kuitenkin askel kohti sitä suuntaa, johon käsityksemme mukaan JC haluaisi liiketoimintaa viedä. Koska pikavoitto Lindexin spinoffista heti saneerauksen päätyttyä vaikutti keskustelun jälkeen epätodennäköisemmältä ja kurssireaktio JC:n liputukseen oli hyvin positiivinen, rahasto kevensi reilussa ylipainossa ollutta osaketta.

Osakekurssin laskettua reilusti rahasto päätti kuitenkin maaliskuussa taas kasvattaa positiota. Vaatemyyntitilastojen mukaan sekä Lindexin että Stockmannin alkuvuoden myynti on jatkunut vahvana. Vierailimme yhtiökokouksessa lisäsi luottamusta yhtiöön. Uskomme yhtiötä seuraavien analyytikoiden aliarvioivan ensi vuonna valmistuvan omnichannel-varaston potentiaalia. Tällä hetkellä Lindexillä on Ruotsissa kolme vanhaa varastoa joissa automaation taso on hyvin matala ja joiden kapasiteetti on maksimaalisessa käytössä. Käsityksemme mukaan yhden varaston eteen on jopa vuokrattu kontti, joka sekin on täydessä käytössä, ja näissä varastoissa tehdään paljon manuaalista työtä. Kun uusi omnichannel varasto valmistuu, näemme, että Lindexillä on hyvä mahdollisuus saada kasvatettua liikevaihtoa etenkin kolmansien osapuolien maailmanlaajuisille myyntialustoille. Lisäksi uusi varasto tuo huomattavia tehokkuushyötyjä.

Vaikka kuluttajilla on vaikeammat ajat edessä, pidämme Stockmannia nykyhinnalla houkuttelevana sijoituksena, mutta siitä on todennäköisesti tulossa pidemmän

aikavälin omistus kuin mitä olimme alun perin suunnitelleet. Ennusteidemme mukaan vuoden 2024 lopulla Lindexin omnichannel-varasto on maksettu ja valmis, riidanalaiset velat on maksettu ja taseessa on yli 50 miljoonaa euroa nettokassaa. Näemme myös hyvän mahdollisuuden siihen, että omnichannel-varasto myydään ja takaisinvuokrataan, jolloin 330 miljoonan euron markkina-arvolla Stockmannin ja Lindexin liiketoiminnan hinta on tällä hetkellä alle 180 miljoonaa euroa. Lisäksi tavarataloliiketoimintaa lähdetään luultavasti kehittämään alan erinomaisesti tunnetun JC:n tukemana. Mikäli tavarataloliiketoimintaa ei saada tervehdytettyä, emme usko, että uudet ulkomaiset omistajat tulevat katsomaan montaa vuotta tappiollista tavarataloliiketoimintaa.

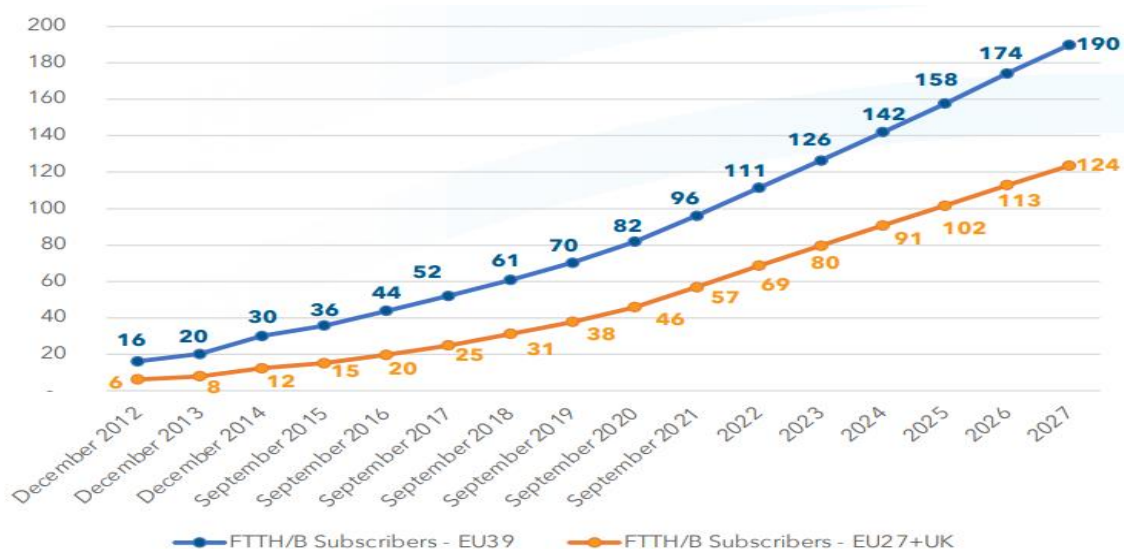
WAYSTREAM

Päätimme käydä viime kuukausina kaikki yli 700 Nasdaq First Northin ja Spotlightin yritykstä lyhyesti läpi löytääksemme lisää sijoitusideoita. Näin löysimme yhden erittäin potentiaaliseen yhtiön, Waystreamin.

Ruotsalaisesta Waystreamista, joka myy ohjelmistopohjaisia kytkimiä laajakaistainfrastukruuria varten, tuli tammikuussa rahaston toiseksi suurin omistus. Yritys keskittyy fiber to the home (kuitu kotiin) -markkinaan. Yksinkertaisesti: mitä enemmän valokuitukaapelia vedetään maan alle, sitä useammalla kotitaloudella on mahdollisuus ottaa valokuituyhteys omaan kotiin, ja mitä enemmän kotitaloudet tilaavat valokuituyhteyksiä operaattoreilta, sitä enemmän Waystreamin kytkimiä tarvitaan loppuvaiheen kytkennässä.

Euroopan kuituyhdistyksen syyskuussa 2021 toteutetun markkinatutkimuksen perusteella lähes 200 miljoonalla Euroopan kotitaloudella oli mahdollisuus ottaa valokuituyhteys kotiinsa ja näistä 96 miljoonaa olivat jo kuituverkon tilaajia. Tutkimus olettaa markkinan kasvun jatkuvan vahvana, sillä tilaajien määrän ennakoidaan kasvavan 190 miljoonaan vuoteen 2027 mennessä.

KUITUVERKON TILAAJAT. EU 38+UK / EU27+UK.



Lähde: FTTH Council EUROPE.

Lisäksi on hyvä mainita että kuituverkoissa on kahdenlaisia yhteyksiä: point-to-point-yhteydet (P2P), joissa jokaisella loppuasiakkaalla on oma kuitukaapeli, sekä passiiviset optiset verkot (PON), joissa loppuasiakkaat jakavat saman kapasiteetin. Waystream keskittyy täysin P2P-pohjaisiin verkkoihin. Vaikka Euroopassa PON on hallitseva yhteystyyppi, näemme silti Waystreamin vuotuisen markkinan yltävän lähes 40 miljoonaan kotitalouteen vuonna 2027. Kytkimet ovat myös siinä mielessä mukava tuote, että ne uusitaan tyypillisesti 5-7 vuoden välein, minkä voidaan ajatella tuovan Waystreamille jatkuvaa liikevaihtoa.

Waystream otti ison harppauksen liikevaihdossa vuonna 2022, kun yrityksen liikevaihto kasvoi yli 50 %:ia. Samaan aikaan asiakkaiden määrä kasvoi tätäkin huomattavasti enemmän. Keski-Euroopassa asiakkaiden määrä nousi 30 asiakkaasta Q1 2022 lopulla 55 asiakkaaseen Q4 2022 lopulla (vuoden 2021 lopun data ei ole saatavilla).

Telia järjesti vuonna 2022 tarjouskilpailun uusien kytkimien hankkimiseksi Pohjoismaiden ja Baltian toimintoihinsa. Waystream ilmoitti joulukuussa 2022 kilpailutuksen tuloksena solmineensa kolmivuotisen aiesopimuksen Telian kanssa. Puitesopimus sisältää koko Waystreamin tuoteportfolion. Mielestämme Telian kanssa tehty aiesopimus oli aiemman yhtiön hyvän kehityksen lisäksi game changer. Käsitksemme mukaan Teliällä yksistään on noin 2.9 miljoonaa laajakaista-asiakasta. Lisäksi olemme ymmärtäneet, että Telia on aiemmin käyttänyt Huaweiin kytkimiä, mutta etenkin geopolittisista riskeistä johtuen he ovat päättäneet siirtyä eurooppalaisen toimijan tuotteisiin. Myös Saksa ilmoitti maaliskuussa 2023 tutkivansa mahdollisuutta poistaa Huaweiin laitteet kriittisestä infrastruktuurista. Mikäli tämä toteutuu, avaisi se paljon mahdollisuuksia Waystreamille. Kiinan suurlähetystön mukaan Huaweiin laitteiden osuus Saksan verkkolaitteista on peräti 60 %:ia.

Tällä hetkellä Waystreamin tuotteita testataan aktiivisesti eri Telian lokaatioissa, ja uskomme ensimmäisten tilausten tapahtuvan vuoden 2023 aikana. Mikäli oletamme, että Telia siirtäisi puolet asiakkaistaan Waystreamin kytkimien piiriin, vuotuisen kytkimen käyttöiän yltävän seitsemään vuoteen ja keskimääräiseksi hinnaksi hieman alle Waystreamin nykyisen kytkimen hinnan, pääsemme laskelmissamme noin 100 miljoonan kruunun vuotuiseseen liikevaihtoon jo pelkästään Telia-myyntien osalta. Tämä nostaisi vuoden 2022 liikevaihtoa yli 70 %:ia. Lisäksi olemme ymmärtäneet, että Telia-diilillä on ollut jo nyt selvästi positiivisia vaikutuksia keskusteluissa, joita käydään jo olemassa olevien tai potentiaalisten asiakkaiden kanssa Keski-Euroopassa.

Vuoden 2022 EV/EBIT-multippeli nykyhinnalla asettuu tasolle 18.5x, ja jos annualisoimme Q4 2022 -liikevoiton multippeli on enää alle 15x. Koska uskomme Waystreamin kasvavan lähivuosina nopeasti markkinan kysynnän jatkuessa vahvana, näemme nykyisen arvostuksen erittäin houkuttelevana. Siinä vaiheessa kun Waystream ilmoittaa ensimmäisistä Telian tilauksista, uskomme markkinan alkavan hinnoitella Telia-myyntien potentiaalia paremmin Waystreamin osakekurssiin.

SOPIMUSVALMISTAJAT

Olemme pitkään seuranneet sivusta useita sopimusvalmistajia, ja omistimme aikoinaan Incapia ennen rahaston alkua. Päätimme käydä kaikki pohjoismaiset listatut sopimusvalmistajat huolella läpi, ja selkeiksi suosikeiksi nousivat Note AB ja Incap Oyj.

Eurooppalaisten sopimusvalmistajien toimintaympäristö oli hyvin vaikea vuosituhannen alusta aina 2010-luvun alkuvuosille asti, kun useat yritykset halusivat siirtää tuotantoa Aasiaan, etenkin Kiinaan, edullisten tuotantokustannusten houkuttelemina. Tämä johti Euroopassa ylikapasiteettiin, jota purettiin tuotantolaitosten sulkemisella monen vuoden ajan. Uskomme tämän takia sijoittajien olevan edelleen hyvin varovaisia sektorin yritysten kanssa, ja siksi sopimusvalmistajien multippelit ovat pysyneet maltillisina suhteessa tuloksiin ja tulevaisuuden näkymiin.

Näemme tällä kertaa megatrendien olevan eurooppalaisten sopimusvalmistajien puolella, kun tuotantoa siirretään pois Kiinasta geopolittisten riskien takia. Lisäksi yhä useammat yritykset päättävät ulkoistaa koko tuotannon ja keskittyä omiin ydintoimintoihin kuten tuotekehitykseen ja myyntiin. Uutena asiakaskuntana on myös paljon nopeasti kasvavia vihreän teknologian yhtiöitä.

Incapissa suurin asiakas on noin 67 %:ia liikevaihdosta tuova hollantilainen Victron Energy, jonka tuoteportfolioon lukeutuu sähköautojen laturit, invertterit ja aurinkoenergiajärjestelmät. Victronin näinkin suuren osuuden Incapin liikevaihdosta voi luonnollisesti nähdä riskinä, mutta myös mahdollisuutena jatkaa nopeaa kasvua. Tietojemme mukaan Incap ja Victron tekevät yhdessä jo seuraavan sukupolven tuotteita, joten emme näe lähivuosina merkittävää riskiä sille, että Victron jostain syystä siirtäisi Incapilta valmistusta toiselle sopimusvalmistajalle. Incap ja Victron ovat lisäksi tehneet yhteistyötä jo 20 vuoden ajan. Sen sijaan riskinä on, että Victronin tuotteet eivät enää menisi yhtä hyvin kaupaksi.

Jossain määrin huolestuttavaa oli Incapin nosto edellisessä osavuosikatsauksessa, että komponenttipulan helpottaminen saattaa hyödyttää kilpailijoita. Monilla kilpailijoilla on ollut pulaa komponenteista, kun taas Incap on onnistunut haastavassa toimintaympäristössä poikkeuksellisen hyvin. Victronin hollantilainen kilpailija Alfen, nosti edellisessä osavuosikatsauksessaan esille heidän jakelijoiden latureiden ylimääräiset varastot, mikä saattaa vaikuttaa kysyntään vuoden 2023 ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Mutta niin kauan kuin sähköautojen kysyntä jatkuu vahvana, hyödyttää tämä myös Victronin suurinta liiketoiminta-aluetta eli sähköautojen latureiden myyntiä.

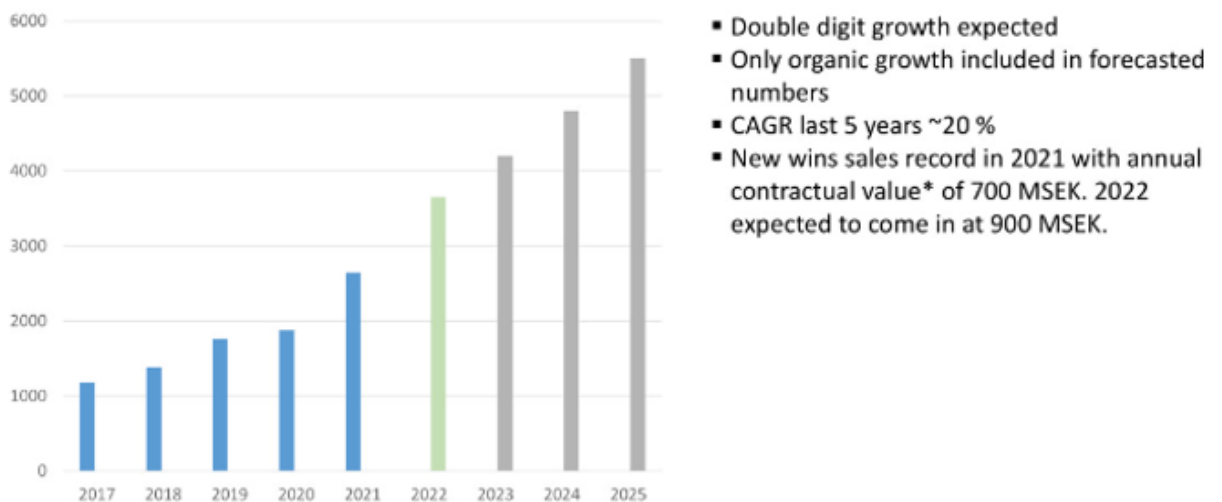
Note on niin ikään vahvasti kasvava elektroniikan sopimusvalmistaja mutta yhtiön asiakaskunta on selvästi laajemmalle hajautunut kuin Incapilla. Yksikään asiakas ei tuo yli 7 %:ia Noten liikevaihdosta. Noten valuaatio on Incapia kalliimpi, mutta näemme Notella myös selvän mahdollisuuden marginaalin parannukseen. Johdon kanssa käytyjen keskustelujen perusteella uusien ja olemassa olevien asiakkaiden uusi liiketoiminta tuo keskimäärin yli 15 %:n marginaalin, kun konsernin raportoima marginaali oli reilut 10 %:ia vuonna 2022. Viimeisten viiden vuoden aikana yritys on jo

osoittanut mukavaa operatiivista vipua, kun vajaan 26 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu on johtanut 32 %:n vuotuisen liikevoiton kasvuun.

Notella on käsityksemme mukaan hyvä näkyvyys liiketoimintaan etenkin kuluvalle mutta myös seuraavalle vuodelle. Johto on myös tunnettu hyvin konservatiivisena ohjeistajana. Joulukuussa 2022 järjestetyn pääomamarkkinapäivän perusteella yhtiö uskoo pääsevänsä vähintään 5,5 miljardin kruunun vuotuisen liikevaihtoon vuonna 2025. Operatiivisen vivun myötä tämä johtaisi laskelmiemme mukaan noin 660 miljoonan kruunun liikevoittoon vuonna 2025, mikä tarkoittaisi noin 10x EV/EBIT multippleja vuodelle 2025 nykyisellä yritysarvolla. Historiassa Note on kuitenkin suoriutunut selvästi ohjeistustaan paremmin.

Sekä Notella että Incapilla varaston taso on myös noussut poikkeuksellisen korkeaksi komponenttipulan takia. Komponenttipulan helpottaessa ja varaston tason palatessa normaalille tasolle näemme kummankin yrityksen taseesta vapautuvan käteistä lähes 10 %:ia suhteessa nykyiseen markkina-arvoon. Tätä voidaan käyttää orgaanisen kasvun vauhdittamiseen tai epäorgaaniseen kasvuun.

NOTEN 2022 PÄÄOMAMARKKINAPÄIVÄN LIIKEVAIHTOENNUSTE VUOSILLE 2023-2025. VAIN ORGAANINEN KASVU MUKANA ENNUSTEISSA.



Lähde: Note.

RAHASTON KAUPANKÄYNTI

Kuten olemme aiemminkin kertoneet, emme tavallisesti halua avata sijoittajakirjeessä tarkempia syitä, jotka johtivat rahaston eri omistuksista luopumiseen. Tämä johtuu useasta syystä. Esimerkiksi keskustelemme säännöllisin väliajoin yhtiöiden johdon ja analyytikoiden kanssa, ja usein myyntiehtotukseen liittyy jokin asia, jonka uskomme lukeneemme ”rivien välistä”. Spekulaatioidemme tuominen julkisuuteen ei auttaisi keskusteluyhteyksien ylläpitämiseen jatkossa. Välillä löytyy vain riski-tuotto -suhteeltaan parempi kohde.

Joskus harvoin saatamme kääntyä lyhyellä aikavälillä negatiiviseksi pelkästään sen takia, että meneillään on jokin erikoistilanne, jonka takia pidämme todennäköisenä, että pääsemme tulevaisuudessa halvemmalla takaisin kyytiin. Vaikka olisimme kääntyneet negatiiviseksi yhtiön suhteen, jäämme aina kuitenkin seuraamaan yhtiön ja kurssin kehitystä, mikäli tulevaisuudessa sattuisi tulemaan paremman riski-tuotto -suhteen mahdollisuus hypätä takaisin kyytiin.

Haluamme kuitenkin painottaa, että jokaista sijoitusehdotusta ja yhtiöanalyysiä edeltää valtava määrä työtä. Koko rahaston olemassaolon ajan sijoitusympäristö on ollut täysin poikkeuksellinen. Historiallisesti sijoitusstrategiassamme salkkumme kiertonopeus on ollut selvästi rahastoa matalampi, ja arvioimme rahaston kiertonopeuden tulevaisuudessa olevan matalampi kuin mitä se on ollut tähän mennessä.

Oikein mukavaa kevättä,

Jens Kyllönen ja Arimatti Alhanko

Coeus Invest Oy

Estlander & Partners Oy:n sidonnaisasiamies