

ODIN Europa

Vuosikatsaus 2020

ODIN



1990 - 2020



ODIN

Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN Europa

Vuoden yhteenveto

Vuosi 2020 oli erittäin haastava Euroopan maille. Covid-19 vei ja vie edelleen monia ihmishenkiä. Pandemia asetti alueen mittavaan kokeeseen. Tarvittavat toimenpiteet, kuten yhteiskuntien sulkeminen, johtivat talouden rauhanajan syvimpään taantumiaan. Useimpiin yrityksiin kohdistuva kysyntä on vähentynyt, ja työttömyys on kasvanut.

Onneksi viranomaiset ja keskuspankit reagoivat taluskriisiin nopeasti ja suhteellisen koordinoitusti. Eri maiden suuret taloudelliset pelastuspaketit sen huikean 50 000 miljardin Norjan kruunun summan lisäksi, jonka G20-maat onnistuivat keräämään kokoon, osoittivat, että talous haluttiin pelastaa hinnalla millä hyvänsä. Tämä luultavasti esti uuteen finanssikriisiin joutumisen.

Jouluaattona kuultiin, että Britannia ja EU ovat vihdoinkin päässeet sopuun maiden välisistä suhteista, kun Britannia eroaa EU:n sisämarkkinoista ja tulliliitosta vuonna 2021. Tämä oli kauan odotettu ja hyvä uutinen. Kauppasopimus ehkäisee suurta taluskriisiä ja toivottavasti parantaa ennustettavuutta tulevaisuudessa yritysten eduksi.

Euroopan osakemarkkinat olivat vuoden päättyessä negatiivisella alueella (euroina), mutta kaikesta huolimatta tulos oli parempi kuin

mihin yleinen talouskehitys normaalisti oikeuttaisi.

Osakemarkkinoiden tuottojen ja taustalla olevan talouskehityksen välillä on vallinnut kuilu. Tähän on luonnollinen selitys. Alhainen korkotaso vähentää muiden omaisuusryhmien kiinnostavuutta. Lisäksi massiiviset viranomaisten pääomaruiskeet ovat tukeneet markkinoita.

Rahapoliittisten toimenpiteiden perusteella voisi päätellä, että korkotaso pysyy matalana todennäköisesti pitkään. Tämä on antanut lisäpotkua kasvuyrityksille eli yrityksille, joiden ansioista suuri osa on vasta tulossa. Tulevien rahavirtojen nykyarvo on korkeampi, kun korot ovat alhaiset, ja yritykset ovat siksi kannattavampia. Sellaiset yritykset, jotka on hinnoiteltu edullisiksi suhteessa kirjanpitoarvoihin ja voittoon, tulivat jälkijunassa. Nämä yritykset ovat riippuvaisempia vahvasta taloudesta samalla tavoin kuten pankit ja suhdanneherkillä aloilla toimivat yritykset.

Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN Europa

Tuotto

Tuotot perustuvat pitkällä aikavälillä rahaston yritysten arvon luomiseen (tuloksen kasvu + osinko) ja uudelleenhinnoitteluun. Useiden kasvuvuosien jälkeen tämä suuntaus luonnollisesti muuttui vuonna 2020. Odotamme rahaston sijoituskohteiden tuloksen (paikallisessa valuutassa) laskevan noin 15 prosenttia vuoteen 2019 verrattuna. Saimme lähes 3 prosenttia rahaston arvosta osinkoina.

Sijoituskohteet

Kun arvioimme omistamiemme yritysten kehitystä, emme ole ensisijaisesti kiinnostuneita osakekurssin kehityksestä. Tiedämme, että lyhyellä aikavälillä tuloksen kehitys ja osakkeen tuotto eivät aina vastaa toisiaan. Pitkällä aikavälillä hyvin toimivat yritykset kuitenkin palkitaan hyvällä osakekurssin kehityksellä.

Sijoituskohteillamme, joille yritysostot ovat olleet keskeinen osa kasvustrategiaa, on ollut hyvä vuosi. Monet yritykset ostavat muita yrityksiä aiempaa useammin. Vahvat taseet ja hyvä kassavirran muodostuminen ovat mahdollistaneet lisäarvon tuottamisen muutoin haastavina aikoina. Esimerkiksi **Bunzl** ja **IMCD** sekä it-yritykset **Keywords Studios** ja **Dassault Systemes** ovat kasvattaneet rahaston arvoa mukavasti.

Kun vuosi 2020 alkoi, suhteellisen suurella osalla rahastosta oli sijoitettu terveydenhuolto- ja kuluttajayrityksiin. Niiden ansainta on pysynyt kunnossa tai jopa vahvistunut pandemian seurauksena.

Yksi rahaston suurimmista positioista eli **Roche** sai suurta kysyntää erittäin tehokkaille covid-19-diagnostiikkakoneilleen ja testeilleen. Diabeetikot tarvitsevat edelleen **Novo Nordiskin** insuliinivalmisteita. Finish-astianpesutablettien ja Vanish-pyykinpesuaineiden kauppa kävi talouden taantumasta huolimatta. Nämä kaksi tuotemerkkiä ja monet muut kuuluvat brittiläiselle **Reckitt Benckiserille**.

Eniten rahaston tuottoa kasvatti ensimmäisellä vuosipuoliskolla **IMCD**. Se toimii raaka-aineiden ja erikoiskemikaalien tukkukauppiana. Vuosi osoitti, että sen liiketoimintamalli on vankka ja kestää hyvin myös talouden laskusuhdanteessa. Raaka-aineiden ja erikoiskemikaalien tukkukauppa on vähemmän hintaherkkää kuin suurissa määrissä myytävien tavallisten kemikaalien. Monet asiakkaat toimivat vähemmän suhdanneherkillä markkinoilla, kuten elintarvike-, lääke-, hygieni- tai hyvinvointialalla. IMCD on jatkanut yritysostoja koko kriisin ajan. Syyskuussa IMCD osti merkittävän intialaisen lääkkeiden raaka-aineiden tukkukauppiaan. Yrityskauppa rahoitettiin osakeannilla, johon rahasto osallistui osuutensa mukaisesti.

Vaikka itävaltalaisen anturivalmistaja **AMS:n** osakekurssi alittaa vuoden takaisen tason on x prosentilla, se kasvatti rahaston arvoa reilusti. Tämä johtuu siitä, että rahasto osallistui huhtikuussa pääomanhankintaan saksalaisen Osramin oston rahoittamiseksi. >>

Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN Europa

<< Vaikka suunniteltu liikkeeseenlasku tapahtui pahimpaan mahdolliseen aikaan, se kuitenkin merkittiin täyteen isojen pankkien tuen avulla. Positiomme yrityksessä enemmän kuin kaksinkertaistui. Lisäksi jälkikäteinen vahvaa kurssin kehitys palkitsi.

Rahaston pienemmät ja suhdanneherkemmät yritykset kehittyivät heikoimmin. Pankki-, rahoitus- ja vakuutusalan yritykset ovat päässeet vahvaan myötätuuleen osakemarkkinoilla. Brittiläinen finanssialan yritys **Arrow** on yksi niistä. Osakkeen alhainen likviditeetti, velkataakka ja altistuminen Italian markkinoille johtivat siihen, että osakkeet myytiin pois maaliskuussa. Osakekurssi nousi voimakkaasti, kun yritys osoittautui toimivan mallikkaasti koko vuoden ajan ja perusti uuden 1,7 miljardin euron rahaston, joka sijoittaa perintään. Tämä rahasto koostuu pääasiassa ulkoisista varoista. Arrow sijoittaa samaan rahastoon, ja sitä rahoitetaan yhtiön oman taseen kautta. Siksi yritys odottaa voivansa vähentää omaan taseeseensa vaikuttavia sijoituksiaan vähitellen ja hallinnoivansa yhä enemmän ulkoisia varoja. Tämä on osa Arrowissa meneillään olevaa hajautusta, jossa 1) yritys laajenee maantieteellisesti, 2) ostaa erilaisia velkasalkkuja ja 3) siirtyy toimimaan aiempaa useammassa arvoketjun osissa. Tällä sijoituksella on suuret kasvun mahdollisuudet. Tosin myös riski ylittää keskitason, joten tämä positio pidetään rahastossa pienenä.

Myös erikoisvakuutusyhtiö **Beazleyn** osakekurssi on kehittynyt heikosti. Vakuutusyhtiöille jätetään enemmän korvausvaatimuksia pandemian seurauksena. Tämä on rasittanut yrityksen tulosta. Mielestämme Beazley kuuluu Euroopan parhaiden vakuutusyhtiöiden joukkoon. Yritys käytti tilannetta hyväkseen palkkaamalla kilpailijoilta useita vakuutusasiantuntijoiden tiimejä (underwriters), joten todennäköisesti se selviytyy kriisistä. Tämän vakuutusyhtiön altistuminen COVID-19:lle on hallittavissa. Vakuutusyhtiö hyötyy pitkällä aikavälillä vakuutustuotteiden korkeammista hinnoista. Päätimme kasvattaa positiota tässä yrityksessä osallistumalla huhtikuussa järjestettyyn osakeantiin.

Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN Europa

Salkkumuutoksia

Mielestämme rahaston aktiivisen hallinnoinnin tulee perustua vähempään päätösten määrään, hitaampaan muutosnopeuteen sekä huolelliseen etsimiseen ja analysointiin. Työmme on tutkia yrityksiä ja toimialoja lukemalla vuosikertomuksia, analyysyjä, kirjoja ja uutiskirjeitä sekä tapaamalla analytikoita ja yrityksen johtoa. Uskomme, että kärsivällisyys ja rajallinen kauppohen määrä auttavat saamaan aikaan hyvää ja pitkäkestoista tuottoa. Siksi rahastoon ei tehdä suurta määrää muutoksia vuodesta toiseen.

Osakemarkkinoiden suuret heilahtelut ovat tarjonneet mahdollisuuksia, joita olemme hyödyntäneet. Osakemarkkinoiden romahdus ensimmäisellä vuosineljänneksellä antoi meille mahdollisuuden ostaa yrityksiä, joita olemme seuranneet sivusta jo pitkään.

Vuonna 2020 rahastoon ostettiin neljän uuden yrityksen osakkeita. Ne ovat Keywords Studios, Dassault Systemes, Cancom ja Porvair.

Saksalainen **Cancom** on yksi Saksan suurimmista integroiduista IT-taloista. Se suuntaa palvelunsa pienille ja keskisuurille yrityksille ja toimii suurten IT-infrastruktuuri- ja digitalisaatioprojektien one stop shop -paikkana. Uskomme, että sen historiallisesti vahva kasvu jatkuu. Saksan it-markkinat ovat erittäin houkuttelevat, koska monet saksalaisista yrityksistä ovat digitalisaatiomatkan alkuvaiheessa. Lisäksi uskomme, että konsolidoinnilla on suuri merkitys tälle yritykselle. Markkinat ovat erittäin pirstoutuneet, joten yritysostot

ovat tärkeä osa sen kasvustrategiaa. Lyhyellä aikavälillä asiakkaiden kototoimistotarpeet vievät kehitystä eteenpäin.

Irlantilainen **Keywords Studios** on ainoa maailmanlaajuinen pelialan (gaming) luovien ja teknisten palvelujen alihankkija. Pelaaminen yleistyy kaikkialla maailmassa. Yhä suurempi osa väestöstä pelaa. Pelaaminen on muuttunut länsimaisesta poikien harrastuksesta hyväksytyksi ja luonnolliseksi jokapäiväisen elämän osaksi yhä kasvavalle osalle väestöstä. Vapaa-ajan määrä ja ostovoima lisääntyvät. Teknologian kehittyminen ja laajakaistayhteyksien yleistyminen avaavat ovia pelaamiselle. Uskomme, että Keywords kasvattaa markkinaosuuttaan nykyisestä vaatimattomasta 5 prosentista. Asiakkaat (Google, Microsoft, Tencent, EA, Ubisoft ja muut) ulkoistavat palveluita Keywordsille. Yritysostot tuottavat tällekin yritykselle lisääjan myötä. Uskomme, että riski jää rajalliseksi, koska yritys ei ole riippuvainen muutaman yksittäisen pelin, alustan tai asiakkaan menestyksestä.

Dassault Systemes on globaali johtaja muun muassa erittäin ohjelmistoissa. Mielestämme tämä yritys erottuu muista yhtenä Euroopan vahvimista ohjelmistoyrityksistä ennakoitavissa olevien kasvumahdollisuuksien ja kilpailuetujen suhteen. Liiketoimintamalli on vankka. Suuri osa tuotoista on toistuvia. Yritys on osittain perheen omistuksessa. Siinä vallitsee vahva kulttuuri. Ajan myötä uskomme, että pilvipohjaiset tuotot lisäävät kannattavuutta entisestään.

Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN Europa

Toukokuun lopussa ostimme myös ranskalaisen **Dassault Systemesin** osakkeita. Tämä yritys on globaali johtaja muun muassa erittäin kriittisissä ja monimutkaisissa suunnittelun ja valmistuksen 3D-ohjelmistoissa. Mielestämme tämä yritys erottuu muista yhtenä Euroopan vahvimmista ohjelmistoyrityksistä ennakoitavissa olevien kasvumahdollisuuksien ja kilpailuetujen suhteen. Liiketoimintamalli on vankka. Suuri osa tuotoista on toistuvia. Yritys on osittain perheen omistuksessa. Siinä vallitsee vahva kulttuuri. Ajan myötä uskomme, että pilvipohjaiset tuotot lisäävät kannattavuutta entisestään.

Amazon-, Visa- ja Dassault-ostojen rahoittamiseksi myimme kahden eteläafrikkalaisen yrityksen eli **Bidvest Groupin** ja **Bid Corporationin** osakkeet.

Marraskuussa ostimme **Thermo Fisher Scientificin** osakkeita. Olemme investoineet Thermo Fisheriin sen laajan tuotevalikoiman perusteella, jote se myy houkutteleville kohderyhmille, kuten lääkkeiden valmistamista, geeni- ja kliinistä tutkimusta sekä analytiikkaa varten. Vahva orgaaninen kasvu yhdistettynä olemassa oleville asiakkaille myytävissä olevan uuden teknologian ostamiseen on tuottanut ajan mittaan lisäarvoa.

Ostimme vuoden lopussa yhdysvaltalaisen teollisuusyhtiö **IDEXin** osakkeita. IDEXillä on markkinajohtajan asema useilla pienemmillä erikoisaloilla. Yhtiön liiketoimintamalli on hajautettu, joten konserniin kuuluvilla yrityksillä on paljon autonomiaa, ja ne voivat tehdä tiivistä

yhteistyötä asiakkaiden kanssa voidakseen mukauttaa tuotteita asiakkaiden tarpeisiin. Vahvat markkina-asetat johtavat korkeisiin katteisiin ja vahvaan kassavirtaan, jota yhtiö käyttää yritysostojen rahoittamiseen.

Porvair Oyj tuli rahastoon joulukuussa yhtenä sen pienimmistä yrityksistä. Sen markkina-arvo on noin 250 miljoonaa puntaa. Porvair on suodatin- ja ympäristöteknologiayritys, joka myy erilaisia suodatinratkaisuja säännellyille toimialoille. Näitä suodatinratkaisuja käytetään ilmailualalla, energia- ja teollisuusyrityksissä, laboratorioissa ja sulatettaessa erilaisia metalleja, kuten alumiinia. Porvairin suodattimien avulla yleensä puhdistetaan tai vähennetään päästöjä sekä suojataan muita keskeisiä järjestelmiä. Rahasto sijoitti tähän yritykseen, koska siinä ennustettavat tuotot (noin 80 % liikevaihdosta voidaan määritellä kuluttajamaiseksi ja toistuvaksi) yhdistyvät pääoman hyvään tuottoon ja mielenkiintoisiin kasvumahdollisuuksiin, joita tiukentuvat säädökset saavat aikaan. Lisäksi yritys on hajautettu sekä maantieteellisesti että toimintamarkkinoidensa osalta.

Rahastosta on myyty pois kolme yritystä: Handelsbankenin, John Wood ja Subsea 7.

Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN Europa

Päätimme myydä lokakuussa ruotsalaisen Handelsbankenin eli toisen kahdesta pankistamme. Kaupan syynä oli sen strategian muuttuminen. Pankki päätti tehdä muutoksia hajautettuun rakenteeseensa vähentämällä pankkikonttoreiden määrää 380:stä 200:aan. Lisäksi pankki on päättänyt tehdä muutoksia kannustinjärjestelmäänsä Oktogoneen. Molemmat elementit olivat niin keskeisiä sijoituspäätöksemme kannalta, että päätimme myydä koko sijoituksen pois.

Vuoden alkaessa rahastolla oli kaksi pientä positiota öljypalveluyhtiöissä **John Wood Group** ja **Subsea 7**. Ne myytiin pois ensimmäisellä vuosineljänneksellä. Mielestämme nämä yrityksen kuuluvat eurooppalaisen öljypalvelualan vakaimpien joukkoon. Niiden loppumarkkinoiden näkymät ovat kuitenkin heikentyneet niin paljon, että meidän on vaikea nähdä, että yritykset saavat aikaan lisäarvoa lähitulevaisuudessa.

Lisäksi rahaston suurimpia positiota on pienennetty hieman hyvän suhteellisen tuoton ja hajauttamisvaatimusten vuoksi.

Näkymät ja strategiat

Vaikka useille rokotteille on annettu myyntiluvat ja rokotukset ovat alkaneet, meneillään olevan pandemian päättymiseen liittyy

edelleen epävarmuuksia. Kestää kauan, ennen kuin rokotukset ovat edenneet niin pitkälle, että voidaan puhua laumaimmunitteettista. On myös olemassa viruksen muuntumisen vaara.

Vaikka eteen voi tulla takaiskuja, todennäköisesti talous palautuu normaaliksi vuoden 2021 loppuun mennessä. Tämä tarkoittaa, että yritysten ansainta kasvaa koko vuoden ajan. Osa tästä tulosten paranemisesta on todennäköisesti jo leivottu pörssikursseihin. Todennäköisesti jo vuoden 2021 alussa ryhdytään tähyilemään kohti vuotta 2022.

Silloin osakemarkkinoilla pohditaan, miten keskuspankit toimivat talouden elpyessä. Suuri osa osakemarkkinoilla koronapandemiasta huolimatta nähtävästä optimismista johtuu maailman keskuspankkien voimakkaista elvytystoimista ja selkeistä signaaleista, joiden mukaan ne ovat valmiita jatkamaan monia toimenpiteitä vielä pitkään.

Muita tärkeitä tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa yritysten ansaintaan vuonna 2021, ovat brexitin vaikutukset käytännön tasolla sekä Kiinan ja Yhdysvaltojen välinen kauppasota, jota ei ole ratkaistu, vaikka Yhdysvaltoihin on valittu uusi presidentti.

Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN Europa

Emme halua ennustaa osakemarkkinoiden kehitystä tulevana vuonna. Keskitymme rahastomme 31 yritykseen. Uskomme vahvasti, että nämä yritykset pystyvät kasvamaan ja saamaan hyvän tuoton niihin sijoitetulle pääomalle seuraavien 5-10 vuoden kuluessa. Markkinoiden odotukset rahaston yritysten tuloksen kasvulle ovat 25 % vuodelle 2020. Näiden arvioiden epävarmuus on suuri. Odotamme, että yritysten osinko suhteessa niiden kokoon pysyy samalla tasolla kuin vuonna 2020, eli 2-3 prosentissa.

Emme pyri ajoittamaan markkinoita, mutta haluamme pitää salkkumme monipuolisena, jotta se sisältää erilaisia tuotteita, palveluita, loppumarkkinoita ja asiakasryhmiä. Olemme sijoittaneet yrityksiin, joiden asema on vahva markkinoilla, jotka kaikkien merkkien perusteella jatkavat kasvuaan. Euroopan väestön ikääntyminen, ympäristöpäästöjen vähentämisvaatimukset, tietomäärän jatkuva kasvu, pankkien sääntely, ulkoistaminen ja keskiluokan kasvu Aasiassa tulevat todennäköisesti olemaan vahvoja ja ennakoitavia kasvutekijöitä useiden vuosien ajan.

Olemme myös sijoittaneet useisiin yhtiöihin, joilla on johtoasema pirstaleisilla markkinoilla ja jotka voivat tehostaa liikevaihtonsa kasvua tekemällä lisäarvoa tuottavia yritysostoja.

Keskitymme liiketoiminnoiltaan, taseeltaan ja johdoltaan laadukkaisiin yhtiöihin. Ne pystyvät käyttämään uutta pääomaa saavuttaakseen tuottoa, joka ylittää merkittävästi tuottovaatimukset. Näiden yritysten tuottama lisäarvo näkyy ajan mittaan nousevina osakekursseina.

Rahasto on hinnoiteltu 22-kertaiseksi suhteessa kuluvan vuoden tuottoon, mikä tarkoittaa omalle pääomalle lähes 16 %:n tuottoa ja nettovelkaantumista, joka alittaa liiketuloksen. Uskomme, että tämä tarjoaa yrityksille houkuttelevia kasvunäkymiä.

Håvard Opland, salkunhoitaja