

# ODIN USA

Vuosikommentti 2020

ODIN



1990 - 2020



ODIN

# Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN USA

## **Vuoden yhteenveto**

Kun vuosi 2021 alkaa, voimme muistella todella erikoislaatuista edellisvuotta. Covid-19 on asettanut haasteita, joita emme ole aiemmin joutuneet kohtaamaan. Emme päässeet helpolla. Suunta on täytynyt valita sen mukaan, millaisia uusia tietoja on saatu. Kun maaliskuussa tuli tieto, että edessä on maailmanlaajuinen pandemia, rahoitusmarkkinat reagoivat kuten yleensä, kun maailma yhtäkkiä muuttuu vähemmän ennustettavaksi ja siirrymme kartoittamattomille vesille. Sijoittajat hakeutuvat turvasatamiin ja myyvät riskialttiita omaisuuseriä.

Markkinoiden suurin pelko oli, että talouden alasajo paljastaisi rahoitusjärjestelmän haavoittuvuudet ja aiheuttaisi uuden rahoituskriisin. Onneksi keskuspankki ja poliitikot reagoivat nopeasti ja voimakkaasti. Vältyimme rahoituskriisiskenaariolta antamalla suoraa tukea yrityksille, kotitalouksille ja luottomarkkinoille ennen näkemättömässä mittakaavassa. Sen jälkeen siirryimme uuteen vaiheeseen, jossa yritysten ja kotitalouksien oli sopeuduttava uuteen elämään, jota leimasivat tiukat infektion torjuntatoimet ja väestön liikkumisen rajoittaminen.

Uusi arki on saanut aikaan voittajia ja häviäjiä. Häviäjien joukossa ovat yritykset, joiden liikevaihto on laskenut merkittävästi kotoilun, matkustamisen loppumisen sekä ravintoloissa käymisen ja erilaisiin kulttuuri- ja viihdetapahtumiin osallistumisen pois jäämisen seurauksena. Yritykset, joilla on paljon velkaa, ovat

erityisen haavoittuvia, vaikka keskuspankkien tukitoimet ovat pelastaneet useita yrityksiä, jotka olivat alun perin ottaneet liikaa riskejä eivätkä ehkä olisi ansainneet auttavaa kättä.

Voittajiksi ovat selviytyneet ne, jotka myyvät mukautettuja tai yksinkertaistettuja tuotteita ja palveluita, joista on monille tullut osa digitaalista arkea. Erilaisten ohjelmistoratkaisujen, videoneuvotteluratkaisujen ja pilvipalveluiden myynti on pakottanut yritykset palvelemaan asiakkaitaan digitaalisesti. Lisäksi yritykset joutuvat toimimaan työntekijöidensä kotitoimistoista käsin. Verkkokauppa-alustat, merkkituotteitaan digitaalisesti myyvät yritykset ja verkkomaksupalvelut ovat ansainneet suuria summia, kun ihmiset tekevät ostoksia kodeistaan käsin. Ruoka- ja rautakaupat kuuluvat harvojen koronapandemiasta hyötynneiden fyysisten myymälöiden joukkoon.

Joihinkin yrityksiin kohdistuva kysyntä on laskenut, mutta ne ovat osanneet sopeutua heikommille markkinoille. Ne ovat leikanneita kustannuksia säilyttäen samalla investoinnit, jotka vahvistavat niiden markkina-asemaa ja kasvunäkymiä kriisistä selviytyessä. Siksi markkinoilla siedetään tilapäinen ansainnan heikkeneminen. Tällaisten yritysten osakekurssit saattavat kehittyä hyvin ansainnan vähenemisestä huolimatta.

# Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN USA

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. Yritykset, jotka ovat erittäin riippuvaisia vahvasta taloudesta, kuten pankit ja suhdanneherkät toimialat, on hinnoiteltu alaspäin. Syynä ovat pandemian lyhyen aikavälin taloudelliset vaikutukset sekä matalan kasvun ja matalien korkojen mahdollisuus pitkällä aikavälillä.

Covid-19:n lopullinen, hieman ihmeellisempi vaikutus on riskinoton yleistymisenä markkinoilla. Se näkyy piensäästäjien toiminnan jyrkkänä lisääntymisenä osakemarkkinoilla, joilla monet sijoittavat konkurssin partaalla olevaan yrityksiin. Lisäksi tiettyjä yrityksiä hinnoitellaan korkealle ruusuisten tulevaisuudenodotusten perusteella. Korot ovat matalat, ja markkinoilla on paljon likviditeettiä. Olemme todennäköisesti myös tienhaarassa, jossa vanhaa teollisuutta korvataan uudella vihreällä teknologialla. Lisäksi ohjelmistoihin, tekoälyyn ja laskentatehoon perustuvat liiketoimintamallit luovat eniten lisäarvoa. Ei ole helppo ennustaa, kuka nousee voittajaksi tässä muutoksessa, mutta tämä ei estä sijoittajia lyömästä vetoja toivoen voittavansa.

## Tuotto

Määrätietoiset finanssi- ja rahapoliittiset toimenpiteet koronapandemian haittavaikutusten torjumiseksi yhdistyneinä monien suuryritysten vahvaan kehitykseen saivat amerikkalaiset pörssit jäämään tukevasti plussan puolelle. Erityisesti teknologiapainotteinen Nasdaq-indeksi menestyi dollareissa mitattuna erinomaisesti. Se tuotti yli 40 %. S&P 500 oli noussut 17,8 % vuoden loppuun mennessä. Alhaisempi tuotto johtuu vertailuindeksin joidenkin suuryritysten, kuten Applen ja Teslan, vahvasta tuotosta sekä sijoituskohteidemme Wells Fargon, Avientin ja Marriottin heikosta kurssikehityksestä.

## Rahaston tuoton kasvattajat

Eniten rahaston tuottoa kasvatti **Thermo Fisher Scientific**. 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. PCR-testien myynti Covid-19:n testaamiseksi ja rokotekehityksessä käytettävien tuotteiden myynti vaikuttivat osaltaan siihen, että vuosi 2020 oli yhtiölle erittäin hyvä.

# Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN USA

Toiselle sijalle ylsi **ANSYS**, joka myy useilla eri toimialoilla työskentelevien insinöörien käyttämää simulointiohjelmistoa. Tietokonesimulaatio tehostaa uusien tuotteiden kehittämistä ja testaamista. ANSYS on markkinajohtaja, ja monille insinööreille ANSYS-ohjelmisto on heidän tärkein työvälineensä. Koronapandemia on vaikuttanut tuotekehitysinvestointeihin vain vähän. ANSYSin myynti on kasvanut koko vuoden ajan.

Myös **Microsoft** kuuluu vuonna 2020 rahaston arvoa eniten kasvattaneiden sijoitusten joukkoon. Yhtiö on hyötynyt koronapandemian yhteydessä nähdystä digitalisaatioaallostasta. Suurin osa on tutustunut Microsoft Teamsiin hyvin. Eniten kasvua toi Azure-pilvipalvelu. Useissa yrityksissä huomataan nyt, että niiden on nopeutettava investointeja pilvipohjaiseen infrastruktuuriin, jotta ne voivat palvella asiakkaitaan digitaalisesti ja mahdollistaa henkilöstön työskentelemisen kotoa käsin. Lisäksi Microsoftin peliliiketoiminta on hyötynyt siitä, että ihmisillä on enemmän aikaa pelata Xboxilla.

Häviäjien joukossa on kaksi yritystä, joiden osakkeet myimme pois huhti- ja toukokuussa. Pandemia kohteli hotellioperaattori **Marriottia** kaltoin. Sen piti sulkea monia hotellejaan, ja auki pysyneissä hotelleissa käyttöaste romahti. Marriottilla oli myös paljon velkaa kriisin iskiessä. Siksi päätimme myydä Marriottin pois ja säilyttää Booking Holdingsin matkailumarkkinoiden tulevan kohentumisen

varalta. Marriottin liiketoiminta on alttiimpaa liike- ja konferenssimatkustuksen kehitykselle. Näillä markkinoilla heikko tilanne voi jatkua pitkään, kun on huomattu, kuinka digitaaliset kokoukset ja konferenssit voivat säästää aikaa ja kustannuksia.

**PolyOne**-sijoitus myytiin pois huhtikuussa (nykyään nimeltään Avient). PolyOne valmistaa erilaisia muoviseoksia ja väriaineita. Koronakriisin iskiessä yhtiö oli tekemässä yrityskauppaa, joka edellytti sen velkaantuvan merkittävästi. Arvioimme tuolloin, että tämän yrityksen voi olla vaikeaa rahoittaa yrityskauppaa luottomarkkinoiden pysähtymisen vuoksi. Siksi päätimme myydä sen osakkeet pois. Jälkikäteen ajateltuna päätös näyttää olleen huono, sillä Fedin tulo joukkovelkakirjamarkkinoille johti PolyOnen kaltaisten yritysten lainansaannin helpottumiseen.

Myös pankki **Wells Fargo** heikensi rahaston tuottoa. Pankkiala saa kantaakseen merkittäviä luottotappioita koronapandemian seurauksena. Tosin kriisin todellinen laajuus huomataan vasta myöhemmin. Vaikka Wells Fargolle lankeaa luottotappioita, sillä riittää pääomaa, eikä pandemia ole missään tapauksessa verrattavissa finanssikriisiin. Wells Fargon osakekurssia on todennäköisesti rangaistu erityisen ankarasti, koska pankissa tehtiin suuria muutoksia heti toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeen.

# Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN USA

Pankki siivoaa edelleen vuoden 2016 myyntiskandaalin jälkiä ja on hiljattain käynnistänyt merkittävät kustannusleikkaukset. Talouden koheneminen yhdistettynä kustannusten karsimisen vaikutukseen kasvattaa tulosta merkittävästi tulevina vuosina.

## Muutoksia rahastossa

Mielestämme rahaston aktiivisen hallinnoinnin tulee perustua vähempään päätösten määrään, hitaampaan muutoksenopeuteen sekä huolelliseen etsimiseen ja analysointiin. Työmme on tutkia yrityksiä ja toimialoja lukemalla vuosikertomuksia, analyysyjä, kirjoja ja uutiskirjeitä sekä tapaamalla analyytikoita ja yrityksen johtoa. Uskomme, että kärsivällisyys ja rajallinen kauppajen määrä auttavat saamaan aikaan hyvää ja pitkäkestoista tuottoa. Siksi rahastoon ei tehdä suurta määrää muutoksia vuodesta toiseen. Olemme tehneet rahastoon vuonna 2020 tavallista enemmän muutoksia. Otimme rahastoon vuoden 2020 aikana kuusi uutta yritystä ja luovuimme neljästä.

Ostimme helmikuussa **Intercontinental Exchangen** (ICE) osakkeita. ICE omistaa joitakin maailman suurimmista pörsseistä, joissa käydään kauppaa erilaisilla johdannaisilla, kuten korko- ja raaka-ainejohdannaisilla sekä energiasopimuksilla. Lisäksi se omistaa New York Stock Exchangen. Pörssi liiketoiminnan lisäksi ICE omistaa suuria tietokokonaisuuksia, joilla on arvokkaita taloustietoja.

Tämän yrityksen tuloista 50 prosenttia muodostuu tietojen myynnistä. Pitkän historian omaavia tietoaineistoja on vaikea kopioida. Tämä antaa ICE:n kaltaisille tarjoajille hinnoitteluvoimaa. ICE:tä johtaa Jeffrey Sprecher, joka perusti sen 1990-luvulla. Hänen visionsa on tehdä markkinoista tehokkaampia, avoimempia ja likvidimpiä.

Ostimme huhtikuussa **Berkshire Hathawayn** osakkeita. Berkshire on tuottanut valtavasti lisäarvoa sen jälkeen, kun Warren Buffett otti sen hallintaansa vuonna 1965. Sen osake on vuodesta 1965 alkaen tuottanut yli 20 % vuodessa. Berkshire ei kuitenkaan ole onnistunut kehittymään markkinoita paremmin edellisten 10 vuoden aikana. Joidenkin mielestä tämä yritys on kasvanut liian suureksi, joten se ei pysty kasvamaan tarpeeksi saavuttaakseen paremman tuoton kuin markkinat. Tällöin aliarvioidaan Berkshiren alhainen perusriski. Berkshire on erittäin hajautettu yritys, joka toimii useilla aloilla. Lisäksi tämän yrityksen tase on erittäin vahva.

Markkinoilla Berkshiren osakekurssiin ei ole leivottu sisään kasvua juuri ollenkaan. Siksi rahasto sijoitti erittäin hyvin johdettuun alhaisen riskin yritykseen kohtuulliseen hintaan. Berkshiren avulla rahasto sijoitti teollisuuteen hajautetusti ja defensiivisesti.

# Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN USA

Heinäkuussa kasvatimme sähköisten maksamispalveluiden painoa rahastossa ostamalla **Mastercardin** osakkeita. Uskomme, että sekä Visa että Mastercard tuottavat vastaisuudessa runsaasti lisäarvoa, koska käteisen rahan käyttö jää pois, verkkokauppa yleistyy ja näiden yritysten verkostoja ryhdytään käyttämään yritysten välisessä maksuliikenteessä (B2B). Siksi rahasto on sijoittanut molempiin yrityksiin.

Syyskuussa ostimme **Amazonin** osakkeita. Olemme seurannut Amazonia jo pitkään. Sen keskittyminen asiakkaisiin ja vahva halu investoida uusiin tuotteisiin ja palveluihin pitkällä aikavälillä on tehnyt meihin vaikutuksen. Haasteenamme on ollut se, että korkea investointiaste on vaikeuttanut liiketoiminnan kannattavuuden arviointia. Amazonin kannattavuus näkyi selkeästi vasta muutaman vuosineljänneksen jälkeen. Tällöin arvioimme sen osakkeen houkuttelevaksi. Lisäksi, kun näimme, miten pandemia vaikutti Amazonin verkkokauppa-alustan ja pilvipalveluliiketoiminnan AWS:n kasvuun, päätimme ottaa tämän osakkeen salkkuun. AWS kilpailee Microsoft Azuren kanssa.

Syyskuussa ostimme **Frontdoorin** osakkeita. Frontdoor tarjoaa tilauspohjaista palvelua. Jos jokin talossasi rikkoutuu, paikalle lähetetään korjaaja. Tämän yrityksen palvelut kattavat esimerkiksi lämmitys- ja ilmastointijärjestelmät, putkistot sekä jääkaappien,

pyykinpesukoneiden ja astianpesukoneiden kaltaiset koneet. Palvelun tuottaa lisäarvoa, koska asiakas saa tarvitsemansa avun nopeasti ja helposti eikä hänen kuukausibudjettinsa ylitä. Frontdoor hyödyntää suurtuotannon ja verkostoitumisen etuja. Siihen kuuluu 17 000 yritystä, joiden 60 000 asentajaa vastaavat palveluista ja korjauksista. Frontdoor voi ostaa heiltä palveluita edullisesti, koska Frontdoor tarjoaa niille toimeksiantoja jatkuvasti. Frontdoor on markkinajohtaja kehittymättömillä markkinoilla. Yhdysvaltojen 120 miljoonasta kotitaloudesta 5 miljoonalla on home service plan. Niistä 2,2 miljoonaa on Frontdoorin asiakkaita.

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.

**Marriott-** ja **PolyOne**-sijoitusten lisäksi sijoitukset **Anheuser-Busch InBev** -panimoon, **3M**-teollisuusyritykseen ja **Cognizant**-IT-palveluyritykseen myytiin pois vuoden mittaan.

# Salkunhoitajan vuosikatsaus 2020 – ODIN USA

## Näkymät

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 laumaimmuneuttista. 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. Erityisesti Yhdysvaltojen keskuspankin päätös antaa inflaation ylittää 2 prosentin tavoite joksikin aikaa ennen kuin se harkitsee korkojen nostamista, on vahva merkki siitä, että jarrua voidaan tällä kertaa painaa hieman myöhemmin.

Tulee olemaan mielenkiintoista seurata Kiinan ja Yhdysvaltojen välisen kauppasodan kehittymistä. Sitä ei ole ratkaistu, vaikka Yhdysvaltoihin on valittu uusi presidentti.

Rahaston sijoitukset näihin yrityksiin eivät perustu lyhytnäköisiin tulosodotuksiin. Tärkeintä meille on, että ne onnistuvat kasvamaan kannattavasti pitkällä aikavälillä. Koronapandemia on osoittanut, että omistamamme yritykset ovat kestäviä ja mukautumiskykyisiä. Niillä on vahvat markkina-asetat ja toimivat yrityskulttuurit, jotka luovat vankan perustan lisäarvon tuottamiselle tulevaisuudessa. Rahasto on sijoittanut useisiin vahvaa digitalisointisuuntausta hyödyntäviin yrityksiin. Tämä suuntaus leimaa talouden kehitystä tulevaisuudessa. Monet rahaston sijoituskohteet ovat osoittaneet voivansa pitkän ajan kuluessa tuottaa pirstoutuneilla markkinoilla lisäarvoa yritysostojen avulla.

Tavoitteenamme on sijoittaa yrityksiin, jotka voivat kasvattaa tulostaan ajan mittaan hieman yli 10 % vuodessa ja mielellään maksaa muutaman prosentin liikevaihdostaan osinkoina. Ajan myötä tämä arvonnousu näkyy tuotossa.

*Harald Nissen, salkunhoitaja*