

# BSIPartners / BlueSea Investment Oy

Turku

VUOSI	BSIPartners	OMX Helsinki Cap GI
YTD.	-22,7%	-15,55%
2021	+41,1%	25,3%
2020 (aloitukset Nordnet 17.2.)	+58,8%	15,7%

Virallisesti aloin rakentamaan nykyistä portfoliotani kesällä 2019. Tuottodataa on kuitenkin tarjolla vasta 17.2.2020 eli päivästä, jolloin aloin käydä kauppaa Nordnetissä. Tavoite on kommentoida salkkuyhtiöiden kehitystä, tuoda esille ideoita/ajatuksia sijoittamisesta ja tietysti raportoida portfolion tuotot. Pysin kirjoittamaan vähintään kaksi kertaa vuodessa.

Ensin vähän perustaa. BSIPartners: n sijoitustoiminnan tavoite on nelinkertaistaa sijoitettu pääoma vuoteen 2030 mennessä eli toimittaa noin 15% CAGR. Ja miten tavoitteeseen pyritään? Luovuttamalla pääomaa sellaisten ihmisten käsiin, jotka voivat alokoida rahat tuottavasti eteenpäin. Näen itseni ainoastaan linkkinä pääoman ja yhtiöiden välillä. Todelliset allokointipäätökset ja arvionluonti tehdään kohdeyhtiössä ja BSI :lle jää junioripartnerin rooli. Uskon, että on mahdollista tunnistaa joukko yrityksiä ja taitavia tiimejä, jotka ovat matkalla menestykseen. Vaikeampaa on antaa yhtiölle työrauha ja istua hiljaa kyydissä. Näin ollen BSI :n performanssi tulee pitkälti riippumaan siitä, kuinka viisaita päätöksiä salkkuyhtiöiden johtoryhmät ja hallitukset tulevat tekemään.

## KUKA VOITTA VÄHITTÄISKAUPASSA

Yhdysvaltalainen markkinoinnin professori Barbara Khan on tutkinut vähittäiskauppaa ja varsinkin sitä, miksi toiset menestyvät pienten marginaalien kaupassa toisia paremmin. Esimerkiksi mihin perustuu Amazonin ja Walmartin voittokulku? Tämä on siksi mielenkiintoista, koska vähittäiskaupassa erottautuminen ja kestävä kilpailuedun hankkiminen vaikuttaa lähes mahdottomalta.

Khan on kehittänyt hyödyllisen 2x2 matriisin, jonka avulla tarkkailija voi analysoida kauppajien strategisia valintoja ja kuluttajien odotuksia suhteessa kauppajien tarjoamaan. Khanin matriisi rakentuu kahden peruserävaran varaan. Ensimmäinen edustaa kuluttajan näkökulmaa ja toinen kaupan näkökulmaa.

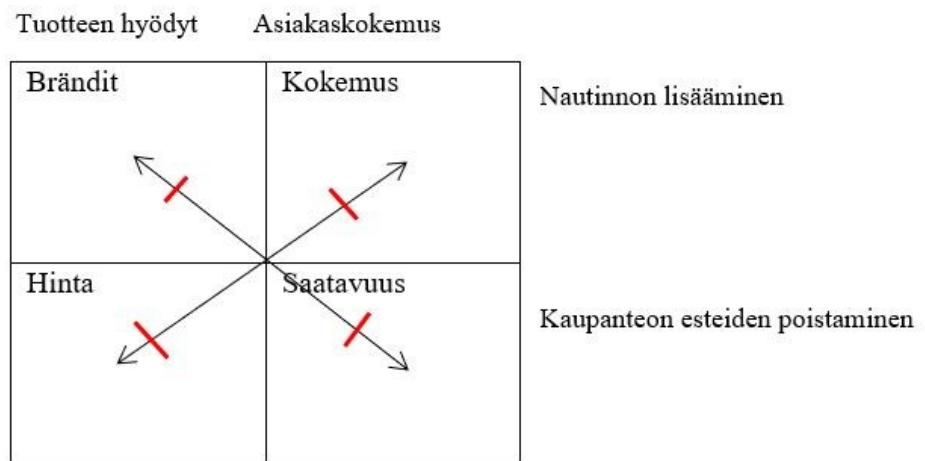
*1. Kun kuluttaja menee kauppaan, hän haluaa ostaa tuotteita, joita hän pitää arvossaan (tuotteen hyödyt) ja hän haluaa ostaa tuotteet kaupasta, johon hän luottaa (asiakaskokemus).*

*2. Voittaakseen kuluttajan puolelleen kaupan pitää tarjota parempaa arvoa kuin kilpailijat. Tähän kauppa tarvitsee kilpailuedun. Kilpailuetua kauppa voi rakentaa tarjoamalla asiakkaille enemmän nautintoa tai*

parempia tuotteita. Tällä tarkoitetaan esimerkiksi brändättyjä tuotteita ja henkilökohtaista palvelua. Toinen vaihtoehto on keskittyä poistamaan kaupanteon esteitä ja muita pullonkauloja. Tällä tarkoitetaan halvempia hintoja ja parempaa saatavuutta.

Kun nämä kaksi ideaa yhdistetään matriisiin, saadaan hyödyllinen nelikenttä, jossa jokainen ruutu edustaa yhtä perusstrategiaa ja jokaisen strategian tavoitteen on toimittaa erilaisia hyötyjä asiakkaille. Matriisissa x-akseli edustaa asiakkaan näkökulmaa ja y-akseli kaupan näkökulmaa.

1. *Brändätyt tuotteet* → Tarkoitus kohottaa asiakkaan statusta. Esimerkkinä Louis Vuitton.
2. *Hintaan perustuva strategia* → Tarkoitus on tuoda säästöjä. Esimerkkinä Puuilo.
3. *Palveluun perustuva strategia* → Tarkoitus on tehdä asiointista nautinnollista. Esimerkkinä paikallinen Rolex -kelloliike.
4. *Saatavuuteen perustuva strategia* → Tarkoitus säästää asiakkaan aikaa. Esimerkkinä Verkkokauppa.com



### **Vähittäiskaupan tarjoama**

Se että kauppa valitsee jonkin strategisen kärjen itselleen ja tekee parhaansa ei vielä riitä, koska kaikki riippuu odotuksista. Odotukset muovaantuvat kuluttajien ja kauppojen välisessä kilpailussa. Esimerkiksi absoluuttisesti halvoilla hinnoilla ei ole merkitystä, jos kuluttaja ei koe niitä halvoiksi. Jotta asiakas kokee hinnat halvoiksi, kaupan pitää myydä halvemmalla kuin kuluttaja alun perin odotti ostavansa tuotteet.

Asiakkailla on siis erilaisia odotuksia eli vähimmäistasoja jokaista arvodimensiota (hinta, brändi, saatavuus, palvelu) kohtaan. Khanin matriisissa näitä odotuksia kuvaavat punaiset viivat nuolien varsissa, jotka lähtevät matriisin origosta. Vaatimustasot vaihtelevat markkinoittain ja muuttuvat ajan saatossa. Esimerkiksi autojen kotiin kuljetus oli aikaisemmin harvinainen lisäpalvelu, nyt siitä on tullut lähes minimivaatimus, joka jokaisen kilpailukykyisen kaupan pitää pystyä tarjoamaan. Näiden minimitasojen tunnistaminen on oleellista, koska

Khanin mukaan kaupan pitää yltää jokaisessa arvotiliossa minimitasolle, jotta se voi ylipäättään pysyä hengissä.

Nyt voidaan vastata kysymykseen miksi toiset kaupat voittavat systemaattisesti markkinaosuutta toisten jatkuvasti hävitessä. Kaikilla voittajilla on yksi yhteinen piirre, *ne nostavat asiakkaan odotuksia*. Aluksi ne dominoivat yhtä dimensioita, esimerkiksi ensin ne keskittyivät saatavuuteen, ja muuttavat asiakkaan käsitystä valikoiman laajuudesta. Tämän jälkeen ne ottavat toisen dimension haltuun vivuttamalla alkuperäisiä vahvuuksia. Esimerkkinä juuri Amazon. Ensin yhtiö otti saatavuutta edustavan arvotiliosion haltuun tarjoamalla laajempaa valikoimaa ja nopeampaa toimitusta, kuin yksikään muu vähittäiskauppa. Tämän jälkeen yhtiö on vivuttanut alkuperäisiä vahvuuksiaan ottamalla halvimmat hinnat haltuun. Khanin mukaan kauppa saavuttaa kestävän kilpailuedun vasta, kun se dominoi kahta arvotiliosiota. Aikaisemmin ajateltiin, että riittää, kun dominoi yhtä dimensioita. Esimerkiksi nykyään pelkästään hinnoilla kilpailu ei riitä, kuten kohta Kamuxin esimerkissä nähdään.

## KAMUX JA AUTOALAN VÄHITTÄISKAUPPA

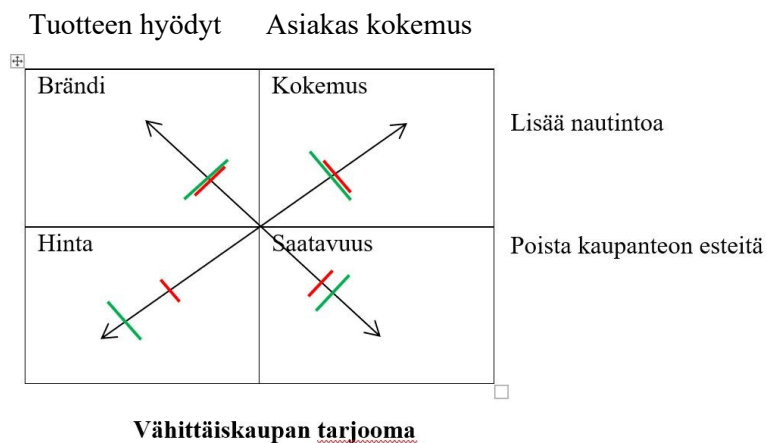
Tarkastellaan nyt Kamuxia ja sen eroja suhteessa kilpailijoihin. Strategiassa on kyse valinnoista ja kuten alla olevasta taulukosta nähdään, Kamux on valinnut keskitetyn strategian, toisin kuin muut isot autokaupat, jotka ovat liikkeellä ns. ”One Stop Shop” strategialla. Perinteisellä autokaupalla on neljä liiketoiminta segmenttiä: uudet autot, käytetyt autot, huolto ja varaosat, ja ne ovat rakentaneet omat liiketoimintamallinsa palvelemaan tätä strategiaa. Tällaisia valintoja on helppo ymmärtää historiallisessa kontekstissa. Autokauppa on aina ollut matalien katteiden ja voimakkaiden suhdannevaihteluiden bisnestä. Varaosat ja huolto ovat tuoneet helpotusta sekä mataliin katteisiin että voimakkaaseen kysynnänvaihteluun.

	<i>Uudet autot</i>	<i>Käytetyt autot</i>	<i>Huolto</i>	<i>Varaosat</i>
<b><i>Laakkonen</i></b>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>
<b><i>Rinta-Jouppi</i></b>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>
<b><i>Delta</i></b>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	
<b><i>Käyttöauto</i></b>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>
<b><i>Veho</i></b>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	
<b><i>K-caara</i></b>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>
<b><i>Kamux</i></b>		<i>x</i>		
<b><i>Saka</i></b>		<i>x</i>		

Tällaisilla valinnoilla on myös kääntöpuolensa ja ne ovat vasta viime vuosina alkaneet tulla paremmin esiin. One Stop Shop -strategian huonoin puoli on se, että yhtiö ajautuu helposti tilanteeseen, jossa se ei ole riittävän hyvä missään ja se alkaa menettää markkinaosuuttaan. Tämä johtuu edellä opitun mukaisesti siitä, että asiakkaan odotukset nousevat joka päivä ja nämä moniosajat eivät pysty vastaamaan kasvaviin odotuksiin.

Odotuksia nostavat erikoistuneet pelurit, jotka ovat valinneet fokus -strategian, ja näin pystyvät rakentamaan oikeat liiketoimintamallit ja suuntaamaan resurssit tehokkaammin asiakkaan palvelemiseen.

Tarkastellaan Kamuxin strategian painopisteitä ja asiakkaiden odotuksia Khanin matriisiin kautta piirtämällä jokaiseen origosta lähtevään nuoleen kaksi viivaa, jotka kuvaavat asiakkaiden odotuksia ja Kamuxin suoritusta kussakin dimensiassa. Punainen viiva kuvaa asiakkaan odotuksia ja vihreä Kamuxin suoritustasoa. *Oman arvioni mukaan Kamux menestyy erittäin hyvin autokaupan tärkeimmässä arvodimensiossa eli hinnassa ja tämä selittää suurimmaksi osaksi yhtiön historiallista menestystä.* Tämä on myös täysin linjassa aiempien havaintojen kanssa. Yhtiö on valinnut fokus -strategian, joten sen pitääkin dominoida hintadimensiota. Toisaalta se ei pärjää asiakaskokemuksessa (ainakaan vielä) perinteisten autokauppojen kanssa, jotka myyvät autojaan ”Lasipalatsissa” ja tarjoavat kattavia lisäpalveluita. Lisäksi sen on hankala vastata perinteisten autokauppojen kilpailuun brändissä, jossa perinteisillä autokaupoilla on pitkä historia tukenaan. Esimerkiksi Laakkonen.



Uuden strategiakauden aikana yhtiö panostaa yhä enemmän vaivattomuuden ja asiakaskokemuksen arvodimensioon. Tämä ei ole yllättävää, jos muistaa Khanin teesiin, *saavuttaakseen kestävän kilpailuedun yhtiön on dominoitava yhtä arvodimensiota jonka jälkeen sen on voitettava vielä toinen dimensio.* Kun vielä huomioidaan se tosi asia, että Saka on ajanut Kamuxin kiinni hinta dimensiassa, on yhtiön pakko ottaa haltuun myös seuraava dimensio. Alla oleva kuva CMD :ltä havainnollistaa yhtiön tahtotilaa.



Kamuxin nykyisen strategiakauden tavoite

Jos yhtiö onnistuu voittamaan vielä asiakkaan täydellisen luottamuksen, yhtiön kilpailuetu nousee aivan uudelle tasolle. Tämä voisi mahdollistaa mm. kiinteisiin hintoihin siirtymisen ja todellisen loikan verkkokaupassa. Esimerkiksi asiakas luottaa yhtiön arvioon niin paljon, että ei vaivaudu koeajolle, ja ostaa auton aina verkkokaupasta samalta toimijalta.

## HINTADIMENSION MERKITYS

Palataan vielä mielestäni tärkeimpään arvodimensioon eli hintaan ja siihen, miksi en pidä perinteisiä autokauppoja Kamuxille varteenotettavina kilpailijoina. Kamux on rakentanut liiketoimintamallin, jonka neljä keskeistä kulmakiveä ovat: ammattimainen osto, nopea varastonkierto, matalat kiinteät kustannukset, ja lisäarvopalvelut. Hintakilpailun näkökulmasta matalat kiinteät kustannukset ovat kaiken keskiössä. Ilman niitä hintakilpailu ei onnistu. Tarvitaan valtava volyyymi, tehokkaat prosessit ja johtamismalli, jossa nämä kustannukset ovat jatkuvasti suurennuslasin alla.

Näitä kustannuksia tarkastelemalla huomaa myös yhtiöiden strategiset erot (*fokus vs. One Stop Shop*). Perinteisen autokaupan operatiiviset kustannukset ovat keskimäärin olleet noin 12,4% per vuosi, kun Kamux Suomi Oy:n vastaavat kustannukset ovat olleet 8% per vuosi. (*Huomatkaa SAKAN hyvä tekeminen ja Kamuxin tarve laajentua uuteen arvodimensioon.*)



Lähde: Asiakastieto. Autoalan vähittäiskaupan poistot yleisesti 0,5% - 0,8%. Kamux ja SAKA poistotaso 0,1% – 0,2% liikevaihdosta.

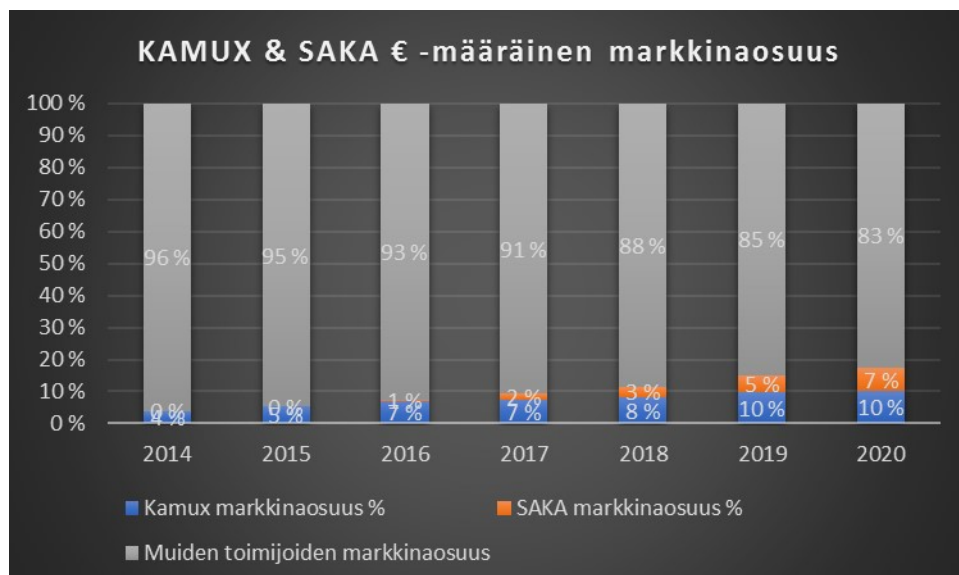
Jos perinteinen autokauppa pyrkii tekemään kohtuullista 3% liikevoittoa, on sen ylläpidettävä yli 15% myyntikatetta. Sen sijaan Kamux ja SAKA voivat myydä autoja 11% myyntikatteelle ja tehdä tervettä tulosta. Toisin sanoen Kamux ja SAKA voivat tehdä sellaisilla katteilla hyvää bisnestä, siinä missä muut autokaupat tekevät nollatulosta tai tappiota. *Edellä esitetty aspekti on koko Kamuxin sijoituscasen ydin ja omistajan tulee kiinnittää juuri tähän edellä esitettyyn dynamiikkaan huomiota.* Ei siihen, kuinka paljon autoja on varastossa tai onko yhden kvartaalin EBIT 3,8% tai 4,3%.

*Jotta perinteinen autokauppa (suurin osa autoliikkeistä) voisi kilpailla Kamuxin ja Sakan kanssa, niiden olisi muutettava strategioitaan ja tehtävä täydellinen remontti liiketoimintamalliin. En usko niiden ikinä tekevän tätä, enkä näin ollen usko niiden pitemmän päälle pärjäävän kilpailussa.*

Charlie Munger on aikanaan sanonut, ”Best Way To Earn What You Want, Is Deserve Want You Want”, Ja mielestäni Kamux ansaitsee olla vielä nykyistä paljon isompi. Annan hypoteettisen esimerkin. Palataan vielä kerran Khanin matriisiin ja hintadimensioon. Muistetaan, että Kamux ylittää selvällä marginaalilla asiakkaan odotukset hinnan suhteen. Miten tämä käytännössä näkyy? Koska datani autokauppojen kulurakenteista on vuodelta 2020 (Viime vuoden tietoja ei vielä kaikilta saatavana), käytetään Kamuxin autojen myyntimääränä vuotta 2020, jolloin Kamux Suomi Oy myi 45 400kpl. Ajatellaan esimerkin vuoksi, että kaikki markkinalla olevat autot maksoivat autoliikkeille 10 000€. Kaikki autoliikkeet pyrkivät 3% liikevoittomarginaaliin, jotta niiden taloudellinen olemassaolo olisi perusteltua. Kamuxin pitää laittaa 10 000€ autoon 1235€ katetta ( $10\,000\text{€} / 0,89$ ), jotta se saavuttaa 3% liikevoittomarginaalin, kun perinteisen autokaupan pitää laittaa 1764€ katetta ( $10\,000\text{€} / 0,85$ ) 10 000€ autoon, jotta se saavuttaa 3% EBIT tavoitteen.

Näin ollen voidaan ajatella, että Kamux tuottaa noin 530€ säästöä asiakkaalle, kun auto hankitaan Kamuxilta. Koko Suomen mittakaavassa Kamux säästäisi asiakkailtaan ( $45\,400 \times 530\text{€}$ ) 24 000 000€ vuodessa. Edelle esitetty laskelma on vain esimerkin omainen ja sen on tarkoitus tuoda esiin Kamuxin kykyä tuottaa arvoa hintadimensiossa. Tällä hetkellä nuo säästöt valuvat saksalaisten ja ruotsalaisten kuluttajien hyväksi, koska Kamux Suomi Oy:n EBIT on pyörinyt 5%-6% välissä ja koko konsernin EBIT on pyörinyt noin 3%-4% välissä. Kaiken kaikkiaan Kamux on hyödyllinen yhtiö koko yhteiskunnalle, koska sen toiminta johtaa taloudellisten resurssien tehokkaampaan käyttöön ja näin ollen se ansaitsee olla vielä nykyistä paljon isompi.

Tarkastellaan vielä lopuksi, miten Kamux ja SAKAN markkinaosuudet ovat kehittyneet. Otetaan SAKA mukaan, koska sen liiketoimintamalli vastaa Kamuxin liiketoimintamallia. Markkinaosuuksien systemaattinen voittaminen on yksi parhaista indikaattoreista riippumatta siitä, millaista tuotetta tai palvelua arvioidaan. Se on brutaali mittari, jota on hankala manipuloida ja se jättää vähän tulkinnan varaan. Alla molempien yhtiöiden markkinaosuudet.



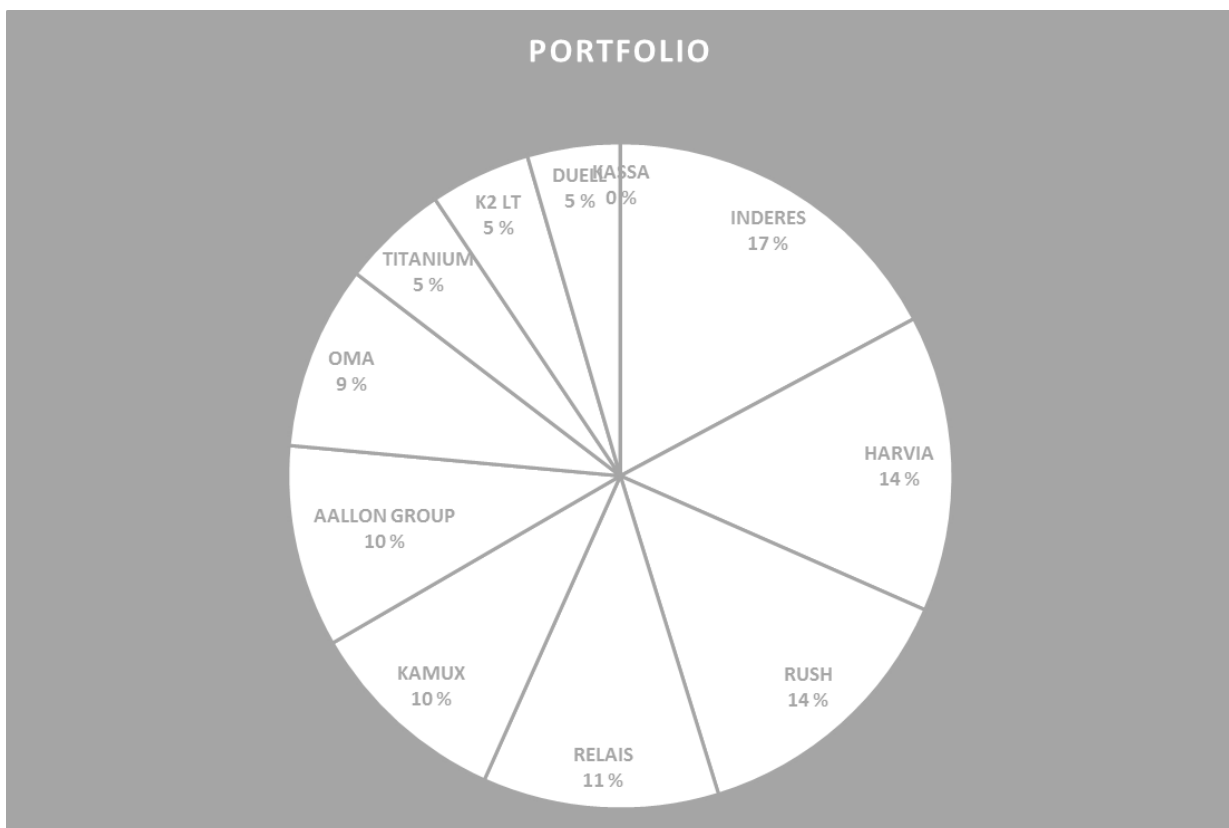
Kuten kuvasta näkyy, molemmat ovat systemaattisesti pystyneet voittamaan markkinaosuutta. Samaan aikaan molempien yhtiöiden kannattavuudet ovat pysyneet erittäin hyvällä tasolla. Vastaavalla ajalla Kamuxin ROI & REO on keikkunut 20% - 25% välillä. On kohtalaisen helppo todeta, että fokus -strategian ja hintadimension ympärille rakennettu liiketoimintamalli ovat olleet voittavia valintoja ja uskon, että näin on myös tulevaisuudessa

## HYÖDYLLSIÄ ONNISTUMISEN MITTAREITA OMISTAJILLE

Kamuxin operatiiviset kulut suhteessa perinteisiin autokaappoihin

- Markkina-osuuden kehitys
- Kamux vs. SAKA kaikilla osa-alueilla.
- ROI & REO 3 vuoden trendi
- Henkilöstön vaihtuvuus

## PORTFOLIO 13. KESÄKUUTA



*”jos jokin asia jää askarruttamaan tai haluat muuten keskustella sijoittamisesta ota yhteyttä:  
info(at)bsipartners.fi tai Johannes Kuusisto / +358 50 5644076*