



2025: KOLMEN KURSSILASKUN VUOSI

JOHDANTO

2025 oli vuosi, jota leimasi äärimmäinen kurssivaihtelu. Selvisimme kolmesta merkittävästä laskusta, ja jokaisen kohdalla markkinakommentaattorit julistivat tekoälykaupan loppua. Tällaisina hetkinä paine "tehdä jotain" – käydä kauppaa melun ympärillä, leikata voittajia tai siirtyä koettuun turvallisuuteen – on valtava.

Me emme tehneet niin.

Toimettomuutemme ei johtunut itsepäisyydestä, vaan filosofiasta, jonka esittelimme teille vuoden alussa: Emme tarkkaile Atlantin pinnan aaltoja; tarkkailemme niiden alla olevaa Golfvirtaa. Q1 2025 -kirjeessämme, jonka kirjoitimme Kiinan tariffisotien ympärillä vallinneen paniikin keskellä, väitimme, että teesimme perustekijät pysyivät ennallaan. Korostimme erityisesti Jevonsin paradoksia – taloudellista todellisuutta, jonka mukaan, kun laskentakustannukset laskevat, kysyntä ei hidastu; se räjähtää.

Vuonna 2025 suurimmat riskit tulivat rationaalisesta ajattelusta. Ohjelmistoyritykset suojelivat rationaalisesti marginaalejaan. Analyytikot poistivat rationaalisesti laitteiston hankintahintaa. Molemmat päätökset olivat väärin, koska tekoälyn aikakauden taloudelliset säännöt ovat kääntyneet pälaelleen, ainakin osittain.

Tämä katsaus on Asilo Asset Management Oy:n tuottamaa markkinointimateriaalia. Tämä katsaus ei ole kehoitus merkitä, lunastaa tai vaihtaa rahasto-osuuksia. Sijoittajan tulee sijoituspäätöksiä tehdessään perustaa päätöksensä omaan arvioonsa sekä ottaa huomioon omat tavoitteensa ja taloudellinen tilanteensa. Sijoittajan ei tule perustaa sijoituspäätöstään tähän katsaukseen. Tätä katsausta laadittaessa on pyritty tietojen luotettavuuteen, Asilo Asset Management Oy ei voi taata tämän katsauksen sisältämien tietojen täydellisyyttä tai oikeellisuutta eikä vastaa sen sisältämien tietojen mahdollisista virheistä tai puutteista. Rahastosijoittamiseen liittyy aina taloudellinen riski. Riskit on esitelty tarkemmin rahaston avaintietoasiakirjassa ja rahastoesitteessä. Rahastoon tehdyn sijoituksen arvo voi nousta tai laskea ja sijoitetun pääoman voi menettää osittain tai kokonaan, eikä rahastolle asetettua tavoitetuottoa välttämättä saavuteta. Historiallisen kehityksen perusteella ei voi tehdä luotettavaa arviota tulevista tuotoista. Sijoittajan tulee ennen sijoituspäätöksen tekemistä tutustua huolellisesti rahaston rahastoesitteeseen, avaintietoasiakirjaan ja sääntöihin, jotka ovat saatavissa GRIT Rahastoyhtiö Oy:stä ja tai Asilo Asset Management Oy:stä. Rahastoa hallinnoi GRIT Rahastoyhtiö Oy.

TODELLINEN RISKI: INNOVOIJAN DILEMMA JA KATELOUKKU

Ymmärtääksemme, miksi rationaaliset päätökset voivat olla kohtalokkaita, meidän on tarkasteltava professori Clayton Christensenin kehittämää viitekehystä: Innovoijan dilemmaa.

Christensen tutki toimialoja hydraulisista kaivinkoneista levykeasemiin ja löysi saman kaavan toistuvan läpi historian, mutta hänen analyysinsä terästeollisuudesta tarjoaa kaikkein kylmävimmän rinnastuksen nykypäivän SaaS-markkinaan.

Hän havaitsi taistelun massiivisten, vakiintuneiden "integroitujen terästehtaiden" ja pienten haastajien, "mini-tehtaiden", välillä.

Integroidut tehtaat olivat jättimäisiä, korkealaatuisia operaatioita massiivisilla yleiskustannuksilla. Mini-tehtaat käyttivät halvempaa teknologiaa (romumetallin sulattamista), joka aluksi tuotti huonompilaatuista terästä.

Tässäpä Christensenin kriittinen oivallus: **Integroidut tehtaat eivät hävinneet tyhmyyttään. Ne hävisivät, koska ne toimivat rationaalisesti.**

Mini-tehtaat aloittivat markkinoiden pohjalta tekemällä **raudoitusterästä** (betonissa käytettäviä terästankoja). Raudoitusteräs on hyödyke, jonka marginaalit ovat surkeita. Integroidut tehtaat katsoivat laskelmiaan ja tekivät loogisen päätöksen: "Miksi taistella tästä matalamarginaalisesta roskasta? Annetaan mini-tehtaiden valloittaa raudoitusteräsmarkkina. Me keskitymme korkeampimarginaaliseen rakenneteräkseen. (Rakenneteräs on kriittinen materiaali rakenteiden kestävyys ja turvallisuuden takaamiseksi.)"

Ne vetäytyivät vapaaehtoisesti ylöspäin markkinoilla suojellakseen bruttomarginaalejaan. Tämä näytti paperilla loistavalta taloudelliselta päätökseltä. Heidän kannattavuuslukunsa itse asiassa paranivat matalakatteisen liiketoiminnan poiskarsimisen myötä.

Mutta mini-tehtaat eivät pysähtyneet raudoitusteräkseen. Ne käyttivät kassavirtaansa teknologiansa parantamiseen. Pian ne pystyivät valmistamaan **kulmarautoja ja tankoja** – ja ne pystyivät tekemään sen halvemmalla kuin vakiintuneet toimijat. Jälleen kerran integroidut terästehtaat katsoivat laskentataulukoitaan: "Tämän markkinan katteet ovat supistumassa. Luovutaan tästä markkinasta ja keskitytään korkeimman katteen tuotteeseen: levyteräkseen."

Integroidut tehtaat vetäytyivät jälleen. Kerta toisensa jälkeen tehtaat asettivat kateprosentin markkinaosuuden edelle.

Lopulta mini-tehtaat löysivät menetelmän myös **levyteräksen** valmistukseen. Siinä vaiheessa integroiduilla tehtailla ei ollut enää paikkaa, minne perääntyä. He olivat optimoineet katteensa loppuun saakka – aina siihen hetkeen asti, kun heistä tuli merkityksettömiä. Integroidut tehtaat syötiin altapäin, koska ne asettivat taloudellisen mallinsa suojelemisen prioriteetiksi.

AMAZONIN OPPI JA SAASIN TEKÖÄLYMARGINAALILOUKKU

Näimme saman toistuvan 2000-luvun alussa. Kivijalkakauppiat katsoivat Amazonia ja naureskelivat. He näkivät yhtiön, joka poltti rahaa marginaalirakenteella, jossa ei ollut mitään järkeä heidän tehokkaisuuteen verrattuna.

Jälleenmyyjät rakastuivat kateprosentteihinsa. Amazon puolestaan keskittyi **absoluuttiseen kassavirtaan**. Amazon hyväksyi rakenteellisesti matalamman katteen lukkiuttaakseen asiakkaat ja saavuttaakseen valtavan volyymin. Vähittäiskauppiat, jotka priorisoivat 'ylivoimaisia' tehokkuusmittareita, huomasivat lopulta istuvansa moitteettomien katteiden päällä kutistuvalla liikevaihdolla—alttiina kilpailijalle, joka oli kaapannut asiakkaat.

Tänään SaaS-sektori seisoo oman 'mini-tehdashetkensä' partaalla.

Viimeisen vuosikymmenen ajan ohjelmistot ovat olleet historian paras liiketoimintamalli. Kirjoitat koodin kerran ja myyt sen miljoona kertaa lähes nollan rajakustannuksella. Tämä loi yhtiöitä, joiden bruttokatteet olivat 80–90 prosenttia. Sijoittajat on koulutettu pitämään näitä katteita luonnonlakina.

Generatiivinen tekoäly rikkoo tämän matematiikan.

Tekoäly ei ole 'kirjoita kerran, aja äärettömän monta kertaa.' Se on 'laske uudelleen joka kerta.' Jokainen päättely, jokainen ajatteluaskel, jokainen agenttitoiminto kuluttaa kallista GPU-laskentaa. Menestyvän tekoälynätiivin ohjelmistoyhtiön bruttokate on luokkaa 40 prosenttia, ei 80 prosenttia.

Ajattele alan jättiläisiä: Salesforce, ServiceNow, HubSpot, GitLab, Atlassian. Niillä on kaikki edut: omaa dataa, syvät asiakassuhteet ja massiiviset jakelukanavat. Ne ovat täydellisessä asemassa luomaan seuraavan vuosikymmenen määritteleviä tekoälyagentteja.

Mutta tehdäksensä niin niiden on hyväksyttävä kipeä todellisuus: uudet tuotteet tulevat olemaan matalamarginaalisempia kuin vanhat.

Sen sijaan että ne veisivät muutosta eteenpäin, näemme niiden epäröivän. Takertumalla historialliseen kateprofiiliinsa ne luovuttavat maaperää tekoälynätiiveille kilpailijoille. Nämä uudet tulokkaat rakentavat agentteja, jotka pääsevät käsiksi vakiintuneiden toimijoiden järjestelmiin, vetävät niiden datan ja tekevät työn, tehden lopulta taustalla olevasta 'rekisterijärjestelmästä' näkymättömän, tai pahempaa, vanhentuneen.

Tilanne tuo mieleen Stephen Elopin, Nokian entisen toimitusjohtajan, kuuluisan 'Palava öljylautta' -muiston vuodelta 2011. Hän kuvasi miestä, joka seisoo palavalla öljylautalla valinnan edessä: jäädä lautalle ja palaa, tai hypätä jäätävään veteen.

SaaS-alan vakiintuneet toimijat seisovat palavalla öljylautalla. 'Jäätävä vesi' on tekoälyn uusi taloudellinen todellisuus, maailma, jossa laskentateho on valuuttaa ja katteet puristuvat kasaan. Niiden on hypättävä selviytyäkseen - silti ne kieltäytyvät.

Tämä kieltäytyminen luo kiehtovan paradoksin. Samalla kun ohjelmistojätit pelkäsivät veteen hyppäämistä, markkinat katsoivat itse valtamerta - rakenteilla olevaa massiivista GPU-infrastruktuuria - ja julistivat sen kangastukseksi.

POISTOJEN PANIIKKI JA MIKSI "GPU EI OLE TAKSI"

Samaan aikaan kun sijoittajat olivat kiireisiä rangaistessaan yrityksiä GPU-hankinnoista, *heidän olisi pitänyt rangaista niitä, jotka kieltäytyivät tekemästä niin.*

Lokakuun alussa levisi narratiivi, jonka mukaan datakeskusten GPU:t menettivät arvoaan liian nopeasti, eli että miljardit, jotka virtasivat investointeihin, kirjattaisiin pian nolnaan uusien sirujen saapuessa.

Me emme uskoneet tähän tarinaan hetkeksikään.

Markkinoiden virhe oli olettaa, että tekoälyinfrastruktuuri noudattaa perinteisen koneiston mekaniikkaa, jossa arvo on puhtaasti iän funktio. Tämä sivuuttaa nykyisen teknologiapinon ainutlaatuisen luonteen.

Ajatellaanpa perinteistä omaisuuserää, jonka arvo laskee luotettavasti iän myötä: taksia. Kun taksiyrittäjä ostaa uuden Škoda Octavian 30 000 eurolla, hän tietää jo lähes tarkalleen, minkä arvoinen auto on viiden vuoden päästä—ehkä 5 000 euroa. Mittarilukema kasvaa, kori ruostuu, moottori kuluu, uudemmat mallit saapuvat. Arvo laskee ennustettavasti.

Tämä on koko poistojen perusta: kirjanpidollisten kustannusten kohdistaminen todelliseen taloudelliseen kulumiseen. Säännöt sallivat auton poistamisen tasaisesti viiden vuoden aikana—5 000 euroa vuodessa—koska se vastaa fyysistä todellisuutta. Jos omistaja yhtäkkiä päättäisi tehdä poistot kymmenessä vuodessa, hän 'säästäisi' 2 500 euroa vuotuisissa kustannuksissa ja saisi tuloslaskelman näyttämään paremmalta paperilla. Mutta hän vain lykkäisi totuuden hetkeä: kun tuo 5 000 euron romu lopulta menee paalattavaksi, joku maksaa erotuksen.

Taksiyrityksen vuotuinen tuloslaskelma – 5 vs. 10 vuoden poistot

60 000 € Liikevaihto

**5 vuoden poistot**
(rehellinen ja realistinen)

60 000 € Liikevaihto

**10 vuoden poistot**
(lukujen kaunistelua)

Liikevaihto on aina 60 000 €. Käyttökustannukset ovat 50 000 € molemmissa tapauksissa.
30 000 € auton poistoajankauslu muuttuu 5 vuodesta 10 vuoteen → 4 000 € voitosta 7 000 € "voittoon".

Tämän vuoksi poistoajankausluilla on merkitystä: niiden tulisi heijastaa omaisuususerien todellista kulumista. Jos näet yrityksen mielivaltaisesti pidentävän poistoja viidestä kymmeneen vuoteen, se on varoitusmerkki — he kaunistelevat tulostaan teeskentelemällä, että omaisuususerät kestävät pidempään kuin todellisuudessa. Markkinat panikoivat Q4:llä, koska juuri tätä hyperscalerit näyttivät tekevän: pidentävän GPU-poistoajankausluja samalla kun 'kaikki tiesivät' tekoälyinfrastruktuurin vanhentuvan pian.

Tämä taksilogiikka on täsmälleen se tapa, jolla useimmat GPU-suorittimien arvoa analysoivat – mutta todellisuudessa tämä taksitolppalogiikka kyllä vie metsän ja pihan kautta suoraan hakoteille.

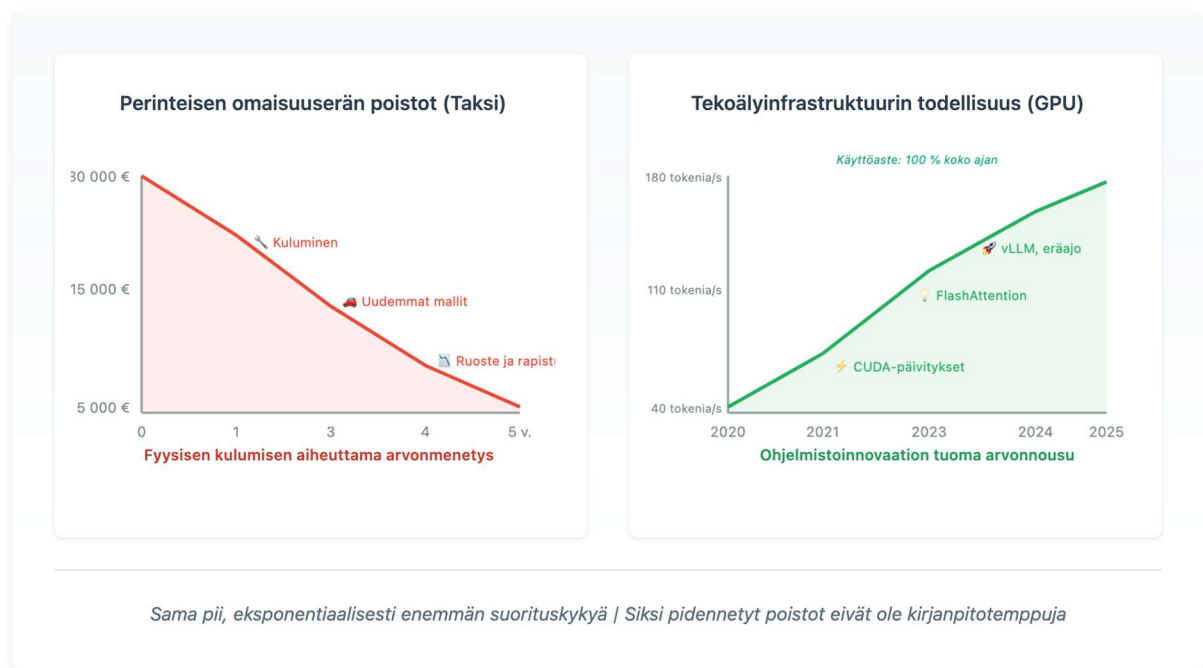
GPU – KONE, JONKA ARVO VOI NOUSTA IÄN MYÖTÄ

Astukaamme nyt toisenlaiseen todellisuuteen.

Otetaan esimerkiksi Nvidian A100 GPU, joka toimitettiin toukokuussa 2020. Marraskuussa 2025—viisi ja puoli vuotta myöhemmin—se pyörii yhä täydellä käyttöasteella hyperscalerien ja pilvipalveluntarjoajien klustereissa. Eikä se vain pyöri; se tuottaa enemmän rahaa kuin koskaan aiemmin.

Miksi?

Koska ohjelmistot ovat parantuneet eksponentiaalisesti. CUDA, TensorRT-LLM, FlashAttention, kvantisointi, vLLM, jatkuva eräajo — jokainen päivitys on tehnyt samasta piin palasesta 4–6× tehokkaamman tyypillisissä LLM-päättelytyökuormissa. Vuonna 2020 yksi A100 tuotti ehkä 30–40 tokenia sekunnissa 70 miljardin parametrin mallilla. Vuonna 2025 sama kortti tuottaa 150–180 tokenia sekunnissa saman kokoluokan malleilla. Se on kuin vanha taksi alkaisi yhtäkkiä kuluttaa puolet vähemmän polttoainetta, ajaa kaksi kertaa nopeammin—ja loisi samalla aivan uutta kysyntää.



Tämä on täydellinen vastakohta perinteiseen kulumisen lakiin verrattuna. Vanhassa maailmassa arvo laskee ajan myötä. GPU-maailmassa arvo nousee ajan myötä, koska ohjelmistot pidentävät laitteiston taloudellista käyttöikää nopeammin kuin puolijohteen atomit kuluvat.

Siksi hyperscalerit ja pilvipalveluntarjoajat ovat perustellusti pidentäneet GPU-poistoja neljästä vuodesta 5–6 vuoteen—ja siksi NVIDIA itse vihjasi Q3-puhelussaan, että todellinen taloudellinen käyttöikä voi olla jopa vielä pidempi. Tämä ei ole kirjanpitokosmetiikkaa. Tämä on rehellistä talousraportointia, joka heijastaa uutta fyysistä ja taloudellista todellisuutta.

PELKO VS. NÄYTTÖ

Kun markkinat panikoivat Q4:llä 'tekoälykuplasta' ja syyttivät yhtiöitä poistopeleistä, me kuuntelimme Q3/2025-tulosjulkistuksia:

- **NVIDIA:** "Kuusi vuotta sitten toimitetut A100:t ovat yhä täydessä käytössä tänään—nyt huomattavasti vahvemman ohjelmistopinin voimalla."
- **Alphabet:** "Inferenssin tuoma kysyntä ylittää edelleen kaikki odotukset; vanhemmat sukupolvet pyörivät täydellä kapasiteetilla."
- **Bloom Energy:** Polttokennoasennukset tekoälydatakeskuksiin on myyty loppuun vuosiksi eteenpäin; bruttokatteet kasvavat nopeasti.
- **Astera Labs:** Q3-liikevaihto nousi 20 % edelliseen neljännekseen verrattuna; kysyntä ylitti ennusteet niin rajusti, että he tyhjensivät varastojaan täyttääkseen tilaukset. Useita tuotesukupolvien toimitetaan volyymilla samanaikaisesti.
- **Nebius (ent. Yandex):** Eurooppalainen tekoälypilvi skaalautuu suunniteltua nopeammin; GPU-käyttöaste lähes 100 % vanhemmilla sukupolvilla.
- **CoreWeave:** Asiakkaat kerjäävät lisää kapasiteettia; keräsi 12 miljardin dollarin rahoituksen yli 30 miljardin dollarin arvostuksella vuoden viimeisellä neljänneksellä (Q4) — ja teki sen kaiken keskellä syvintä paniikkia. Sofistikoituneet infrastruktuurisijoittajat äänestivät oikealla pääomalla.

Tulosjulkistukset ja arvoketju tarjoavat valtavasti dataa, mutta mielestämme markkina poimi sieltä vääriä asioita. Relevantti ydin oli, ja on edelleen, ristiriidassa Q3/2025 kuplahuhujen kanssa.

Tunnistamamme perusajurit eivät vain pysyneet ennallaan, vaan vahvistuivat neljännes neljännekseltä. Teimme yhden merkittävän myynnin—Palantir—emme siksi, että olisimme menettäneet uskon tekoälyyn, vaan koska arvostus oli saavuttanut äärimmäisen tason, joka oli irrallaan kaikista järkevistä skenaarioista. Sijoitimme tuotot uudelleen positioihin, joissa näimme parempia riskikorjattuja tuottoja saman rakenteellisen teeman sisällä.

NÄKYMÄT VUODELLE 2026

Tekoälyn aikakausi tuottaa vielä monia tämänkaltaisia väärinymmärryksiä. Markkinat panikoivat toistuvasti asioista, jotka näyttävät täysin rationaalisilta vanhan maailman linssin läpi katsottuna, mutta jotka uudessa maailmassa ovat merkityksettömiä tai jopa kääntyneet päälleen.

Odotamme vuoden 2026 tuovan jatkuvaa kurssiheiluntaa, kun markkinat kamppailevat sovittaakseen vanhoja viitekehyksiä uusiin todellisuuksiin. SaaS-yhtiöt kohtaavat kasvavaa painetta tekoälynatiivien kilpailijoiden osoittaessa, mitä on mahdollista saavuttaa matalammilla bruttokatteilla. Infrastruktuurin pullonkaulat—energia, muisti, yhteydet—pysyvät tekoälyn käyttöönoton sitovina rajoitteina, mikä luo salkkuyhtiöllemme kestävästä hinnoitteluvoimaa.

Työmme ei ole jahdata jokaista pientä väärinhinnoittelua. Työmme on metsästää juuri näitä rakenteellisia väärinymmärryksiä — koska niissä piilee suurin alfa.

Kiitos luottamuksestanne,
Henri Blomster & Ernst Grönblom