

Februari 2026 – När dammet lägger sig för mjukvara

Skiftet mot att sälja mjukvara som tjänst, gärna baserad i molnet (så kallat SaaS – *software as a service*), har varit en positiv drivkraft för sektorn under drygt 15 år. Möjligheterna att leverera mjukvara på det här sättet möjliggjorde innovation och mer konkurrens från nystartade bolag. Samtidigt såg många etablerade mjukvarubolag bättre tillväxt och lönsamhet när de skiftade leverans- och affärsmodell. Investerare lärde sig också att uppskatta skiftet. Så mycket att man i stort lärde sig att se igenom den kortsiktiga luftfickan i tillväxt och lönsamhet som bolagen drar på sig när de byter affärsmodell.

Ett aktuellt exempel från portföljerna är svenska **Sectra**, som levererar bildhanteringsmjukvara till sjukhus och kliniker. Kundföretagen och -institutionerna är relativt konservativa, särskilt när det gäller hanteringen av känsliga patientdata. Säkerhet är av högsta betydelse, då sjukhus är särskilt frekvent utsatta för *ransomware*-attacker. Då patienter kan dö om inte systemen fungerar tenderar sjukvårdsoperatörer att ha större betalningsvilja än vad man brukar se i andra sektorer – sådan är brottslingarnas cyniska kalkyl. Av dessa skäl sker skiftet till SaaS för Sectra senare än för många andra mjukvaruföretag. Man är mitt inne i luftfickan, även kallat badkaret, just nu.

Samtidigt har hela mjukvarusegmentet, alla SaaS-bolag, nyligen fått sina verksamheter och värderingar kraftigt ifrågasatta. Detta har skett mot bakgrund av att AI-verktyg blivit allt bättre, så till den grad att riskerna för etablerade mjukvaruföretag ses som existentiella för affärsmodeller och prissättningsmakt. Bedömningarna har tidigare oscillerat från att AI gör kodning billigare och därmed sporrar konkurrens, till att etablerade bolag kanske trots allt är bäst lämpade att dra nytta av nya verktyg och tillbaka till en negativ syn. De senaste månaderna har vi nått ett negativt crescendo: inte sällan framförs att *vibe coding* gör det möjligt för vem som helst att ersätta vad som helst. På några timmar.

Sentimentskiftet i marknaden har varit våldsamt. Mjukvara som sektor har kraftigt underpresterat bredare index. Hedgefonders positionering är mer negativt exponerad mot mjukvara än vi historiskt kunnat mäta. Självklart har detta också påverkat fonderna vi förvaltar negativt. Även om vi är väl medvetna om såväl AI-modellers nuvarande kapacitet som en trolig framtida utvecklingskurva är vi trots det överraskade över kraften i de negativa yttringarna och vilken effekt de haft på aktiekurser. Stora känslor är i svall på marknaden. Men hur utsatta är mjukvaruföretagen egentligen? Är AI ett rent existentiellt hot? Kommer AI att ligga som en långsiktig blöt filt över mjukvara? Eller uppstår det kanske möjligheter, när hela sektorn dras över en kam?

Ett sätt att försöka göra en nykter bedömning av sektorn är att gå tillbaka till grunden. Strukturell fundamental analys. Porter-modellen. Eller varför inte en noggrann, osentimental analys av hur konkurrensutsatt sektorn är. Vilka vallgravar olika bolag grävt runt sina affärsmodeller. Vilka är hållbara, vilka inte? Vilka bolag har så starka etableringshinder att de snarare kommer att gynnas av AI än att drabbas av den? Vilka, å andra sidan, har så svaga etableringshinder att de faktiskt kommer att konkurreras ut när kostnaden för kod asymptotiskt går mot noll?

Det finns ett antal förmenta vallgravar som inte kommer att hålla för ett AI-test. Det finns ingen anledning att lägga för mycket tid på dem, utan fokus här blir att identifiera hållbara skydd för ett mjukvarubolags affärsmodell. Utifrån en sådan lista kan vi skatta hur väl olika bolag matchar idealet samt vad som krävs för att en ordentlig vallgrav ska kunna byggas eller förstärkas. Alla vallgravar är inte lika, men här är de vi identifierat som särskilt viktiga: *proprietär data*, *regulatorisk inlåsning*, *nätverkseffekter* och *inbyggda transaktioner*. Till dessa måste vi lägga en som tarvar närmare granskning för att bedöma hur stark den är: *system of record*.

Med *system of record* menar vi egentligen alla interaktioner som skett och sker samt all data som genereras på insidan av ett kundföretag och som hanteras av mjukvaran. I botten av allt finns en databas, med ett eller flera lager ovanpå. Det finns betydande risker att byta ut ett sådant system. Kostnaderna liksom tiden att göra det är ofta avskräckande. Över tiden riskerar dock, åtminstone i teorin, en sådan vallgrav att krackelera. AI-agenter kommer enligt detta synsätt att kunna samla mer data om organisationen från fler källor och successivt bygga en mer komplett bild av verksamheten.

De övriga skyddsegenskaper som är listade ovan är alla av mer strukturell karaktär. Bolag som besitter data som ingen annan har gör klostret i att behålla detta informationsövertag. Har man tillräckligt med egna data kan man också bli den som bygger de bästa AI-verktygen ovanpå – en förstärkning av den egna vallgraven. **Karnov**, som ser sig själva mer som ett kunskapsföretag än som ett mjukvaruföretag och är ett innehav i TIN Småbolag, har vissa av de här egenskaperna. Redan nämnda Sectra (TIN Ny Teknik) gynnas tydligt av regulatorisk inlåsning. **Adyen** (TIN Ny Teknik) är ett bolag med betydande inslag av inbyggda transaktioner.

Även om vi tycker att baissen inom mjukvara gått för långt vill vi inte trivialisera problemet. Allt annat lika naggas etableringshindren och vallgravarna i kanten av AI, precis som de gjorde när mjukvara flyttade in i molnet. Detta är i någon mening bara nästa steg i resan mot billigare kod – teknikutvecklingens inneboende deflationistiska kraft. Kanske kommer etablerade företag möta hundratals nya konkurrenter inom varje nisch. Eller blir det som det alltid har blivit, i såväl den fysiska som den immateriella världen. Ett lägre pris på en insatsvara leder till en större ökning i användande, vilket mer än väl kompenserar för prisfallet. Jevons paradox.

Vi kommer att kontinuerligt skärskåda mjukvarubolagens marknadspositioner och möjligheter till tillväxt, över kategorier och över geografier. Agnarna kommer att skiljas från vetet och vi bör kunna få se en större spridning även i aktiekurser mellan bolag som lyckas mer respektive mindre väl. Bland de senare tror vissa att vi i något läge kommer att få se en situation liknande **Barnes & Noble**. Precis som denna traditionella bokhandel nedprioriterade sin primära fysiska affärsmodell och pivoterade mot online kanske något bolag stöper om sig själva helt till ett AI-bolag? Alternativt, kommer vi se något som liknar **Marlboro Friday**? En etablerad spelare som i ljuset av aggressiva lågpriskonkurrenter väljer att göra ett drastiskt hugg i de egna mjukvarupriserna.

Vad händer egentligen i mjukvarusektorn? Kommer AI ta över allt eller har marknaderna överreagerat? Se och hör oss förvaltare diskutera frågan i TIN Live den 18 mars kl 18:00.

TIN Ny Teknik

Givet att fonden till lite mindre än hälften är investerad inom mjukvarusektorn har värdeutvecklingen under perioden i hög grad påverkats av det rådande sentimentet och farhågorna kring att AI kommer att kullkasta hela sektorn. Detta står i stark kontrast till hur det faktiskt går för bolagen operativt och finansiellt, åtminstone här och nu. Den absoluta majoriteten av kvarvarande bolag rapporterade sina helårssiffror under februari.

Addnode rapporterade -4 procent organiskt tillväxt under det fjärde kvartalet, vilket kan tyckas urdåligt vid första påseende. Faktum är att detta var något bättre än förväntat. Resultatet som bolaget presterade var å andra sidan *väsentligt* bättre än förväntat med cirka 20 procent tillväxt i EBITA. Bolagets två stora partners, **Autodesk** och **Dassault**, har gått åt olika håll på sistone. Medan Dassault upplevt problem (framför allt på områden helt orelaterade till Addnode) går Autodesk från klarhet till klarhet med accelererande tillväxt varje kvartal under 2025.

Från och med nu slipper investerare orenheter i jämförelser år över år avseende affärsmodell och rapporteringsstruktur (brutto till netto, ettårs- vs treårslicenser). Organisk tillväxt borde komma in kring fem procent i år, vartill bolaget kommer att lägga effekterna av de förvärv man gjorde i slutet av förra året. Vad gäller vallgravar lånar Addnode en del av sina partners (framför allt *system of record*) och adderar sina egna mjukvaror ovanpå. Isolerat har dessa vid första påseende inga enorma vallgravar, men genererar stor kundnytta utan att utgöra någon stor del av kunders totalkostnader.

Lime Technologies växte sina återkommande intäkter med 13 procent under 2025. Kundrelations- och säljstöd (CRM) är i grunden horisontell mjukvara och, i teorin, mer utsatt än vertikal dito. Lime har dock byggt signifikant kompetens och fokus inom ett fåtal avgränsade vertikaler. CRM länder sig inte särskilt väl för AI-genererade tjänster, då den dagliga användningen innefattar mycket manuell hantering. Bolaget ser idag AI som en drivkraft för tillväxt, snarare än ett hot.

Adyen besitter signifikanta avskräckande etableringshinder i form av inbyggda transaktioner. I och med att de opererar under en enda gemensam egenbyggd plattform (medan konkurrenter oftast har disparata mjukvarustackar amalgamerade via förvärv) växer de bättre och mer lönsamt än branschen i stort. Att aktien kunde falla mer än 15 procent på helårsresultat där man redovisade organisk tillväxt om 21 procent visar hur negativt tiltad marknadens inställning till mjukvara är. Även för 2026 guidar man för 20 – 22 procent tillväxt, vilket sågs som ett svaghetstecken (tidigare "low to mid 20s"). Man skulle lika gärna kunna hävda att runt 20 procents tillväxt kombinerat med 55 procents marginal är bevis för affärsmodellens kraft.

Även utanför mjukvara var rapportaktiviteten hög. **BioGaia** levererade solida siffror i linje med den positiva vinstvarning man tidigare levererat. **ChemoMetec** behöll, trots svagare försäljning än man själva räknat med, sin *guidance* för helåret som avslutas i juni. Här hade marknaden snarare räknat

med en ökning. **Novo Nordisk** guidar för minskande försäljning under 2026 – en besvikelse inte enbart driven av externa faktorer som valuta och politiskt driven prispress i USA. Det är bara att konstatera att **Eli Lilly** har kommit ut bättre såväl forskningsmässigt som kommersiellt nästan överallt den senaste tiden.

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var **Surgical Science**, BioGaia och **Lemonsoft**. Bland innehav som påverkat negativt under månaden finner vi Sectra, Addnode och ChemoMetec.

De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet **Sectra**, Addnode och **Epidemic Sound**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 47 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 40 procent och Digitala varumärken på 6 procent. För en lista över de tio största innehaven se tinfonder.se/innehav/.

Period	TIN Ny Teknik A	Index ⁽¹⁾
Feb	-11,9%	2,0%
YTD	-20,1%	0,3%
2025	-25,1%	5,6%
2024	5,1%	11,5%
2023	3,7%	9,1%
2022	-39,3%	-18,8%
2021	6,5%	30,0%
2020	69,6%	15,0%
2019	29,2%	23,3%
CAGR start ⁽²⁾	-1,2%	9,7%

⁽¹⁾ Avser det bredare jämförelseindexet för nordiska småbolag VINXSCN som inkluderar alla sektorer.

⁽²⁾ Årlig avkastning TIN Ny Teknik A sedan start 2019-02-04

TIN World Tech

Över hälften av bolagen i portföljen rapporterade under februari. I kontrast till det volatila sentimentskiftet i mjukvara blev det i stället investeringsviljan i den fysiska AI-infrastrukturen som satte tonen. **Alphabet** och **Amazon** öppnade perioden med rapporter som på olika sätt pekade

mot samma slutsats: efterfrågan är större än utbudet, och kapacitetsbristen ska byggas bort med ett tydligt steg upp i capex under 2026. Alphabet visade hur detta redan slår igenom i verksamheten, där koncernens omsättning ökade 18 procent och *Google Cloud* växte 48 procent med förbättrad lönsamhet. Ett kvitto på att AI-konsumtionen nu börjar synas i skala.

Amazon levererade ett liknande budskap från ett annat håll i värdekedjan. AWS accelererade till 24 procents tillväxt – den högsta takten på flera år – och lönsamheten i molnaffären förblev stark. Samtidigt skruvades investeringstakten upp markant och pressade det fria kassaflödet, något vi noterar hos flera *hyperscalers* i 2026. Det är en klassisk trade-off i *hyperscaler*-land: kortsiktigt ser det ut som ett kostnadsproblem, men operativt är det en signal om att man prioriterar att äga flaskhalsarna. Det är också här man kan knyta an till resonemanget om inträdesbarriärer: när den dominerande strategin blir att "bygga före behov" blir kapitalintensiteten i sig en vallgrav, särskilt när den kombineras med egen halvledarstack, mjukvara och distributionskraft.

För hårdvaru- och komponentbolagen blev rapportperioden snarare en bekräftelse på att AI-cykeln nu breddas bortom enskilda GPU-leveranser till hela kraft- och nätverksarkitekturen.

Monolithic Power Systems avslutade året med ett rekordkvartal där omsättningen ökade 21 procent, vilket understryker hur kraftelektronik blir en alltmer centralt när datacenter byggs tätare och mer energieffektivt. **Nvidia** fortsatte på samma tema, där fjärde kvartalet visade rekordintäkter och datacenter upp 75 procent, samtidigt som bruttomarginalen låg kring 75 procent. Det viktiga här är inte bara skalan, utan att mixen tydligt rör sig mot kompletta system. Beräkning, nätverk och integration gör ekosystemet svårare att kopiera i takt med att kraven på total prestanda per watt och per krona skärps.

Även inom hälsa var rapporterna konstruktiva, med en tydlig kombination av stabil volymtillväxt och fortsatt produktförnyelse. Schweiziska **Straumann** levererade 8,9 procents organisk tillväxt för helåret 2025, med särskilt stark utveckling i EMEA. **Edwards Lifesciences** avslutade året med 13,3 procents försäljningstillväxt i kvartalet, där *TAVR* växte 12 procent och *mitral-/trikuspidterapi* växte över 40 procent. Samtidigt visade bolaget en ökad trygghet i sin 2026-guidning. I en marknad som ibland tenderar att övertolka kortsiktiga marginalbrus är det här ett exempel på det motsatta: underliggande momentum och klinisk evidens som gradvis bygger en mer uthållig position.

Fonden kommer att fusioneras med TIN Ny Teknik den 9 mars.

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var **TSMC**, **ServiceNow** och Alphabet. Bland innehav som påverkat negativt finner vi Nvidia, **Nintendo** och Novo Nordisk.

De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet Alphabet, **Microsoft** och Nvidia. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 55 procent av förvaltat kapital, följt av Hårdvara på 23 procent och Hälsa på 10 procent. För en lista över de tio största innehaven se tinfonder.se/innehav-twt/.

Period	TIN World Tech A	Index ⁽¹⁾
Feb	-1,8%	2,8%

YTD	-7,5%	0,9%
2025	-3,9%	0,4%
2024	16,8%	31,3%
2023	20,8%	20,2%
2022	-29,3%	-5,7%
2021	15,2%	37,5%
2020	28,5%	10,0%
CAGR start ⁽²⁾	4,8%	15,1%

⁽¹⁾ Avser det bredare jämförelseindexet MSCI World som inkluderar alla sektorer.

⁽²⁾ Årlig avkastning TIN World Tech A sedan start 2020-06-12

TIN Småbolag

Under perioden har fondens avkastning varit svag, främst på grund av ett svagt sentiment på marknaden. Oron har växt kring såväl AI som betydande kapitalutflöden från marknads småbolagsmandat. Vi bedömer att båda dessa fenomen är övergående. Flöden tenderar att ebba ut över tid och rädslor, oavsett tema, klingar så småningom av. När det sker återgår marknaden normalt till en mer rationell värdering av bolagen.

Samtidigt ska det sägas att omfattningen och varaktigheten i de pågående utflödena är ovanligt stora och påverkar aktiekurserna kraftigt negativt i nuläget. Flera av fondens bolag har rapporterat starka resultat, men aktiekurserna har efter initiala uppgångar pressats tillbaka när säljflödena blivit för omfattande.

Ett tydligt exempel är **Dynavox**, ett av fondens större innehav, som rapporterade en vinsttillväxt om 24 procent. Aktien steg initialt cirka 12 procent, men handlades en vecka senare omkring 20 procent lägre. Denna utveckling har i liten utsträckning att göra med bolagets operativa prestation och är snarare ett resultat av marknads tillfälliga behov av likviditet. För fonden är detta negativt på kort sikt, men över tid tenderar aktiekurser att följa vinstutvecklingen. Perioder av kurssvaghet skapar därmed attraktiva investeringsmöjligheter.

AI-relaterad oro nådde nya nivåer under månaden, med farhågor om att tekniken ska ersätta företags produkter och tjänstemäns arbetsuppgifter. **RaySearch** är ett exempel på ett bolag som drabbades, trots ett rekordkvartal och en vinsttillväxt om 25 procent. I portföljen är bolaget kanske det med tydligast strukturella konkurrensfördelar. För att sälja mjukvara till sjukvården krävs regulatoriska godkännanden och ett långtgående patientansvar. Det framstår som osannolikt att en strålbehandlingsoperation skulle genomföras med mjukvara som saknar rigorös klinisk validering – och än mindre sannolikt att en ansvarig läkare skulle godkänna en sådan behandling. Bolagets entrébarriärer kan därför skattas som höga till mycket höga.

De delar av portföljen som utvecklats särskilt väl i denna miljö är våra fastighetsbolag: **Emilshus**, **Swedish Logistic Property**, **Prisma** och **Catena**. Samtliga rapporterar starka driftsresultat med en genomsnittlig vinsttillväxt om 32 procent. Aktiekurserna har också utvecklats positivt och uppvisat mer normala rörelsemönster.

Förutom fastighetsbolagen är det även värt att nämna **Munters**. Ett bolag som levererar lösningar för kylning av datahallar och därmed är en direkt vinnare på AI-utbyggnaden, rapporterade en orderingång som ökade med 191 procent. Bolagets book-to-bill mer än fördubblades under året och är den högsta i företagets historia.

Optikerkedjan **Synsam** går från klarhet till klarhet. Företaget växer försäljningen organiskt med 11 procent och vinsten med 15 procent. Verksamheten skalar och marginalen ökar när man växer genom att rulla ut sina koncept i allt fler städer i Norden och gör optikertjänster allt mer tillgängliga för allt fler.

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var **Sdiptech**, Catena och **Bonesupport**. Bland innehav som påverkat negativt under månaden finner vi Karnov, Addnode och Lime Technologies.

De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet Emilshus, RaySearch och Swedish Logistic Property. För en lista över de tio största innehaven se tinfonder.se/innehav-tsm/.

Period	TIN Småbolag A	Index ⁽¹⁾
Feb	-5,3%	-0,8%
YTD	-12,9%	-2,7%
2025 ⁽²⁾	0,1%	0,6%

⁽¹⁾ Avser det bredare jämförelseindexet för svenska småbolag CSRXSE.

⁽²⁾ Avser perioden från fondens lansering den 1 december 2025 till årsskiftet.



Kontakter

Tomas Lundmark
Tel: +46 (0) 72 143 99 08
E-mail: tomas.lundmark@tinfonder.se

TIN Fonder
Riddargatan 23
114 57 Stockholm
Tel: +46 (0) 8 520 277 44
E-mail: info@tinfonder.se
Twitter: @tinfonder

www.tinfonder.se

Riskinformation

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonden kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.

Bifogade filer

[Februari 2026 – När dammet lägger sig för mjukvara](#)