

## Mars 2024 – Idus Martiae

Mitten av mars, idus martiae, är en mytomspunnen tid då många omvälvande händelser skett. Kanske har ursprungsmytan som vävdes runt mordet på Gaius Julius Caesar inspirerat efterföljare att agera vid motsvarande tidpunkt, vilket successivt förstärkt mythos och kulten kring själva datumet. Ända tills memen the Ides of March börjat leva sitt eget olycksbådande liv. Kanske låg det något i frågan om vi kollektivt tänker för ofta på Romarriket? I finansmarknaden har vi sett slutgiltiga kapitulationer såväl 2003 som 2009 under mars månad. Den 16 mars 2020, vilket visade sig bli den absoluta botten under pandemin, sökte vi själva något slags stöd bland romarna i den hittills enda avkastningskommentaren mellan månadsskiften. Mars 2024 har, totalt sett, inte bjudit på stor dramatik, men bortom vad som ser ut som en stabilt positiv utveckling döljer sig flera signifikanta händelser på bolagsnivå.

Månaden inleddes med ett litet men offensivt förvärv inom [verksamhetskritisk mjukvara](#). **Fortnox** köper **Boardeaser**, som utvecklar lösningar för rapportering, concernredovisning, styrelsearbete och bolagsstyrning. Som användare ger vi tjänsten goda vitsord och kan tydligt se synergierna i att Fortnox kan fördjupa sin relation med sina kunder. Värderingen av Boardeaser, som omsätter cirka 20 miljoner kronor, är initialt 100 miljoner vilket ger en intäktsmultipl om 5x. En möjlig tilläggsköpekilling kan ta multiplerna för 2023 års omsättning till 8x. En värdering i förhållande till bolagets omsättning berättar förvisso inte hela historien och vi vet väldigt lite om Boardeasers långsiktigt uthålliga lönsamhetspotential. Signifikansen i att även små bolag i privat miljö kan attrahera multiplar över snittet för hur noterade mjukvaruföretag för tillfället värderas går oss dock inte förbi.

En vecka senare genomförde **Novo Nordisk**, ett innehav i såväl TIN Ny Teknik som TIN World Tech, en kapitalmarknadsdag där de presenterade hur de ska nå sina strävansmål för 2025. Många deltagare och kommentatörer fäste sig vid utvecklingschefen Martin Holst Langes entusiasm kring [Amycretin](#), vilket ses som en ännu mer lovande framtida behandling inom diabetes, obesitas och hjärt/kärl-sjukdomar än CagriSema, som intill nu varit bolagets främsta kandidat att överbrygga patentutgångar 2031/32. Novo Nordisks pipeline ser onekligen lovande ut och man stärker successivt portföljen med klinisk data baserad på stora studier. Forskning som lovar nya produkter är normalt vad som engagerar en nyhetstörstande marknad mest och fortsatt innovation är givetvis kritiskt för att bolaget ska kunna upprätthålla en tillväxt över lång tid. Samtidigt är både CagriSema och Amycretin fortfarande långt ifrån marknaden och kommer inte att röra nålen för Novo Nordisk under överskådlig tid.

Vad som verkligen fångade vår uppmärksamhet var tillverkningschefen Henrik Wulffs presentation. Han framhöll bolagets 50-åriga ackumulerade erfarenhet av att balansera en ständigt ökande efterfrågan med tillverkning till lägsta enhetskostnad och högsta kvalitet i marknaden. Utmaningen är att molekylerna blir mer avancerade, samtidigt som man vill öka antalet patienter som kan få behandling. Ju oftare varje patient tar medicinen, desto mer ökar produktionsbehoven. I grunden är det bolagets egen förmåga att öka kapaciteten som sätter gränsen för hur mycket omsättningen kan växa, givet hur liten del av den utsatta populationen som får hjälp idag.



På bara två år, från 2021 till 2023, ökade Novo Nordisk investeringsbudgeten från 6 till 26 miljarder DKK. I år ligger planen för investeringar på 45 miljarder, inte långt ifrån en dubbling. Ökningen är indikativ för bolagets framtida förmåga att generera intäkter, men inte omedelbart översättbar år för år – det kan ta upp till fem år mellan investeringsbeslut och en färdig anläggning. Man måste också anställa, utbilda, träna och certifiera personal. Det är i detta ljus vi skall se bolagets förvärv av tre enheter från **Catalent**, som vi beskrev i [förra månadsbrevet](#). Kapitalmarknadsdagarna kröntes med beskedet att Wegoway fått godkännande i USA för indikationen MACE – *major cardiovascular adverse event*, vilket ytterligare expanderar bolagets marknad.

Två bolag bland de tio största positionerna i TIN Ny Teknik, **Surgical Science** och **Chemometec**, annonserade VD-byten med mindre än 24 timmars mellanrum. Inbördes kunde inte dessa händelser teta sig mer annorlunda. Surgical Science lämnade med egen auktoritet en välformulerad pressrelease och höll en egen investerarträff samma dag. VD Gisli Hennermark lämnar efter tio år i mars 2025 efter ett eget, uppenbart livsstilsdrivet beslut och kommer att vara fortsatt engagerad i det bolag han, enligt egen utsago, älskar. Inte minst genom att bidra till rekrytering och *onboarding* av en ny VD.

Chemometec, å andra sidan, lämnade ett kort pressmeddelande att den VD man anställt i augusti 2023 fått sparken och höll sedan tyst. Detta lämnade marknaden i stor osäkerhet. Med en historik som innefattar ett dramatiskt VD-byte i december 2019, vilket bland annat ledde till att aktien tillfälligt handelsstoppades, vore en rimlig förväntan att man hanterade denna situation bättre. Först dagen efter höll de ett antal, kortare investerarmöten i olika bankers regi. Tillåt oss den retoriska frågan: gissa vilken aktie som gick ned två procent och vilken som gick ned 22 procent? Vi har varit i kontakt med Chemometec och förväntar oss en tydlig förbättring i bolagets sätt att kommunicera framgent.

Skillnader syns även i bolagens ägarstrukturer, där Chemometecs grundare och vice ordförande väger in på dryga tre procent medan Surgical Sciences två huvudägare tillsammans kontrollerar över en fjärdedel av bolaget och har levt med bolaget i över 20 år. Vi kommer givetvis att sakna Gisli efter att ha erfårit allt det han och resten av teamet åstadkommit i verksamheten och det värde bolaget har skapat. Surgical kom till börsen 2017 som ett *nanocap* med ett börsvärde om 170 miljoner kronor. Efter tre tidigt identifierade och väl exekverade förvärv har man nu ett börsvärde över sju miljarder. Visserligen har man givit ut aktier för att delfinansiera förvärven, men den som köpte aktier i börsintroduktionen och har hållit dem tills nu har sett sitt värde öka 12x. På mindre än sju år.

Rykten har under en tid florerat att **Embracer** (likt Novo Nordisk ett innehav i båda fonderna) skulle sälja **Saber Interactive**. Den 14 mars meddelade bolaget att man nått en överenskommelse med Matthew Karch, grundare och VD för Saber samt tredje största aktieägare i koncernen, att avyttra större delen av Saber till ett nybildat bolag kontrollerat av Karch. 3 000 anställda i underkoncernen, innefattande samtliga som arbetar i Ryssland, lämnar Embracer, medan 800 blir kvar inom bolaget. På detta sätt reducerar man bolagets geopolitiska risk samtidigt som man

frånhänder sig projekt som befinner sig i den tyngsta investeringsfasen. Därmed reducerar man Embracers investeringsbehov, drar ned kostnaderna och minskar affärsrisken. Det resulterande förbättrade kassaflödet ger ytterligare utrymme att hantera amorteringen av den nettoskuld vi alla vill se minska.

Affären skiljde sig en hel del från ryktet "Embracer står i begrepp att sälja Saber för 500 miljoner dollar" och visade sig mer komplex. Köpeskillingen består av så kallade säljarreverser – *promisory notes*, vilket i vissa läger kan föda tvivel att köparen kommer att ha pengar tillgängliga att fullfölja affären. Där hittar vi troligen anledningen att det som *borde* blivit ett lättnadsrally i aktien istället blev en skarp nedgång. Detta förstärkt av en bakgrund av att cirka 13 procent av Embracers utestående aktier är blankade – det vill säga lånade och sålda av investerare som spekulerar i en fortsatt nedgång.

Två veckor senare, på månadens sista handelsdag, kom så nästa avyttring från Embracer. Större delen av Gearbox kommer att säljas till **Take-Two Interactive** (ännu ett innehav i båda fonderna). Affären är logisk då Take-Two förlägger många av spelen som Gearbox utvecklar. Embracer säljer de mest utvecklingstunga delarna av Gearbox och blir därmed av med detta kraftigt negativa kassaflöde. Betalningen sker i aktier, till en nettovärdering om cirka två gånger omsättningen, ungefär dubbelt upp mot hur Embracer som grupp värderas.

Om försäljningen av Saber var en jabb så är avyttringen av Gearbox en stenhård högerkrok. Åtminstone utifrån perspektivet att bolaget inte skulle klara att reparera balansräkningen utan att behöva göra en nyemission. När affären är fullt genomförd kommer bolagets löpande förmåga till vinstgenerering ("*earnings power*") att vara intakt, kassaflödet förbättras kraftigt och nettoskulden krympa betydligt. Aktien belönades också med en rejäl uppgång. Även Take-Two såg en positiv utveckling efter att affären offentliggjorts.

### **Hårdvara äter (också) världen**

Marc Andreessen är, förutom grundare av **Netscape** under Internets pubertet, framgångsrik investerare inom *venture capital* och, inte minst, känd för sin essä '[Why Software is Eating the World](#)' från 2011. Vi har sannerligen sett en fantastisk utveckling för många mjukvaruföretag sedan dess. 10-talet blev entydigt mjukvarans decennium och vi ser fortsatt mycket goda möjligheter för dessa affärsmodeller att strukturellt växa skalbart med god lönsamhet.

Under 20-talet verkar dock mjukvara få dela ljuset med, i någon mening, pånyttfödda hårdvaruföretag. Såväl pandemin som kriget i Ukraina blev påminnelser att hårda saker behövs. Inte bara vaccin och stridsvagnar, utan robusta försörjningskedjor och energisystem. Diktaturfri elproduktion, om inte annat. Mjukvara driver generellt deflation, medan (över)efterfrågan på hårdvara oftare driver inflation. Vi kan alla se skiftet från 10-talets deflation och 0-räntor till 20-talets inflation som i alla fall till del ser ut att kunna bli strukturell. Detta är en stark indikation att hårdvara i vidare mening gjort comeback.

Artificiell intelligens, i sig själv kanske epitomet för mjukvara, kräver även den massiva investeringar i hårdvara. Datacentra, där all AI föds, tränas och frodas, är hårda byggnader fyllda med hårda saker. Mer explicit existerar AI på hårdvara i form av processorer och halvledare. Halvledarsektorn var under lång tid en svår sektor att investera i – enorma investeringsbudgetar, överutbud och knivskarp konkurrens, konstant prispress i grunden drivet av Moore's lag och därtill cykikalitet, driven av volym- och prisfluktuationer som accentueras genom hela kedjan från fabrik till en slutprodukt i en konsuments hand.

Låt oss adressera dessa problem ett efter ett. Branschen har tacklat höga krav på *capex* genom att bli *fabless*, det vill säga hålla sig till att designa halvledare och låta **TSMC** och andra så kallade *foundries* stå för investeringskostnader. Dessa bolag har tack vare den här koncentrationen haft råd att ligga längst fram i teknikutvecklingen, vilket successivt förstärkt tendensen över tid. På ryggen av denna *outsourcing* uppstod behov av hjälpmedel och designverktyg för att skapa morgondagens halvledare. Här har **Cadence** och **Synopsys** (båda innehav i TIN World Tech) tagit ledartröjan och vuxit starkt, både organiskt och genom förvärv. Synopsys lade nyligen ett bud på ett annat simuleringsföretag i fonden: **Ansys**. Halvledarbranschen i sig har även den konsoliderats genom uppköp och samgåenden, vilket i fallet **Xilinx** (uppköpta 2020 av **AMD**) bidragit till avkastningen i TIN World Tech. Detta har starkt bidragit till en mer rimlig konkurrens och bättre balans mellan utbud och efterfrågan.

Moore's lag – att datorers prestanda kan förväntas dubblas ungefär vartannat år – är en av grundpelarna för teknisk utveckling under de senaste 50 – 60 åren. Kraftigt minskande kostnader för beräkningskraft ("*cost of compute*") har tjänat mänskligheten väl, men har varit svåra för halvledarbranschen att balansera, då priserossionen konstant har varit hög och bruttomarginaler svåra att försvara över tid. Nya och mer krävande uppgifter är egentligen den enda motverkande kraften. Ett bolag som **Nvidia** har över decennier framgångsrikt navigerat från den ena specialiserade nischen till den andra, där ökningstakten i kraven på beräkningskraft mer än väl uppvägt Moore's lag. Från speldatorer (3D ökar beräkningar i kubik, medan Moore's lag är kvadratisk) via datacenter och krypto till artificiell intelligens.

Data, vilket är vad all AI kräver för att tränas och bli effektiv, har kallats den *Nya Oljan*. Om man får tro Sam Altman på **OpenAI** är det snarare beräkningskraft ("*compute*") som idag är världens mest värdefulla råvara. Om man så vill: *sand* (kisel) är den nya oljan. Kraven som ställs för träning och *inferens* – alla frågor som kastas på modellen – ökar långt snabbare än Moore's lag, vilket för tillfället ger Nvidia en stark prismakt. Den som kan bidra till att fylla behovet av *compute* kommer att kunna generera värde under lång tid framöver. Nvidia (och dess investerare) kan räkna med framtida utmanare, incitamenten är för starka för att detta inte ska hända.

Cykikaliteten finns kvar och kan nog aldrig helt försvinna. Igen, konsolideringen av branschen har lindrat situationen något, liksom förflyttningen till kontraktstillverkning. Just i detta nu ser vi få tecken på konjunkturella rörelser för halvledarbolag som har verksamhet relaterade till AI. Häri ligger utmaningen för investeraren: i vissa segment står för närvarande ingen cykel att se. Vid alla stora skiften tenderar människor i allmänhet och investerare i synnerhet att överskatta förloppet på kort sikt, samtidigt som man underskattar kraften i förändringen på lång sikt.



Vi strävar efter att balansera risker mot möjligheter genom att försöka hitta *ultimata vinnare*, inte minst relaterat till AI. Gärna genom att investera i hackor och spadar snarare än guldgrävare. Nvidia förblir en medelstor position i fonden. Under perioden har TIN World Tech köpt aktier i **ASML**, **Applied Materials** samt TSMC. Dessa investeringar har finansierats med avyttringar av **Diasorin**, **Seek** och **Unity**.

### TIN Ny Teknik

Senaste månaden steg andelsvärdet med 2,5 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet för nordiska småbolag VINXSCN +6,4 procent. Sedan fondens start 4 februari 2019 har fonden stigit 57,3 procent, samtidigt som index ökat 77,1 procent. De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet Novo Nordisk, **Evolution** och Surgical Science. För en lista över de tio största se [tinfonder.se/innehav/](https://tinfonder.se/innehav/).

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden Novo Nordisk, Embracer och **Nemetschek**. Bland innehav som påverkat negativt under månaden finner vi **Genovis**, Fortnox och Chemometec. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 39 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 34 procent och Digitala varumärken på 14 procent.

### TIN World Tech

Senaste månaden steg andelsvärdet med 4,6 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet MSCI World +7,3 procent. Sedan fondens start 12 juni 2020 har fonden stigit 40,9 procent, samtidigt som index ökat 93,3 procent. De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet **Microsoft**, **Salesforce** och Novo Nordisk. För en lista över de tio största innehaven se [tinfonder.se/innehav-twt/](https://tinfonder.se/innehav-twt/).

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var Nvidia, **Edwards Lifescience** och Novo Nordisk. Bland innehav som påverkat negativt finner vi **Adobe**, **Palo Alto Networks** och Unity. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 56 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 20 procent och Digitala varumärken på 10 procent.



---

## 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](http://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

---

[Mars 2024 – Idus Martiae](#)