

Maj 2024 – Räntesänkning startskott för småbolag?

Startskott kan te sig väldigt olika. För sprintern går ljudet till örat, varifrån en signal till hjärnan aktiverar en ny signal till alla muskler att börja röra sig. Typiskt under en halv sekund för hela förloppet. För en vanlig motionär i Vasaloppet är startskottet en distinkt annorlunda upplevelse. Man står där på fältet, packad tillsammans med tusentals andra. Så hörs en dov smäll någonstans i fjärran. Och sedan ingenting. Man ser sig omkring. Kanske gör någon en förväntansfull rörelse men kommer ingenstans. Om man inte är ett huvud högre än alla andra går det inte heller att skönja något framåt. Slutligen, efter en upplevd tid som är betydligt längre än den faktiska, börjar massan sakta röra sig framåt. Bara för att korka ihop igen i den där första backen.

En del händelser på marknaden liknar sprinterns upplevelse, andra Vasaloppet. Ofta förnimmer man inte ett skifte i marknaden tydligt förrän senare, med eftertankens örnblick. I en miljö som under lång tid varit präglad av räntor och centralbankens agerande, hur ser vi på Riksbankens sänkning i maj? Det var uppenbart inte en signal till marknaden att dammluckorna öppnas; att nu är det dags att köpa allt som om ingen morgondag fanns. Men vi noterar något slags tentativt skifte i marknaden. Småbolag, som varit iskalla jämfört med större bolag under längre tid än vi tidigare upplevt, har börjat visa tecken på liv. Trenden är ännu inte bred, mer med starka anekdotiska inslag. Vi ser också intresse för mindre bolag från aktörer som under lång tid hållit sig borta.

Vi noterar också att räntesänkningen inte skadat den svenska kronan, snarare tvärtom. En svag krona må ha gynnat vinstutvecklingen i många svenska bolag under de senaste åren, men i kombination med fallande kurser och sämre likviditet (handeln på First North minskade med över 80 procent mellan 2021 och 2023) har svagheten bidragit till en reflexiv rörelse nedåt för vår hemmamarknad. Ju mindre bolag, desto värre. På motsvarande sätt kan en tillfrisknad krona bidra till att utländska investerare återupptäcker Sverige som investeringsregion.

Bolagens fundamenta – den tillväxt och lönsamhet samt det kassaflöde de kan generera – är utan tvekan det som avgör hur aktier går på lång sikt. Det finns dock ingen naturlag som håller aktier hårt i linje med vad bolagen faktiskt presterar. Bolag kan bli successivt högre eller lägre värderade och aktiepriser divergera från vad som brukar kallas *inneboende värde* under långa perioder. Vinsterna steg inte 70 procent 2020 och de föll inte med en tredjedel 2021 – 2023. Tvärtom har vinstutvecklingen varit mycket god under de senaste tre åren, vilket vi kommenterat många gånger. Så även under denna rapportperiod, som generellt bekräftade styrkan i bolagens affärsmodeller. Undantag finns alltid, såväl av tillfällig som av vad som ser som mer strukturell karaktär.

Biogaias rapport såg vid första anblick kanske inte så märkvärdigt ut. Men med en särskilt stark jämförelse kan till och med en liten minskning för barnhälsa betraktas som bra ett enskilt kvartal. Viktigare var att vuxenhälsa växte 32 procent och att bolaget fortsätter att penetrera digitala kanaler, inte minst **Amazon**. Bolaget har i hög grad sitt öde i egna händer via innovation och lansering av nya produkter inom sina kärnområden. Det nyaste exemplet är en hudsalva för spädbarn och barn med torr och känslig hud, Aldermis. Därtill finns möjligheter att integrera vertikalt i fler marknader och ta över länder där de hittills gått via distributörer.

En annan rapport på temat "ömsom vin, ömsom vatten" var **Surgical Science**. Precis som Bioagaia har barnhälsa/vuxenhälsa så har Surgical Science å ena sidan produkter för utbildning (*Educational Products*), å andra sidan mjukvara man säljer till industriella partners (*Industry/OEM*). Affärsområde Education levererade ett rejält hack i kurvan som gick bortom den starka jämförelsesiffran från förra året. Temporära störningar i Kina, Indien och avsaknad av stora upphandlingar gjorde Q1 till en mycket svag start på året. Å andra sidan ser man tecken att den långsiktiga satsningen på OEM-kunder, vars fulla effekt kommer att märkas från 2027 och framåt, nu börjar bära frukt. Försäljningen av anpassade simulatorer till medicinteknikbolag fyrdubblades. Trots 18 procent total minskning i omsättning ser bolaget möjligheter att växa på helåret 2024 och de finansiella målen för 2026 ligger fast.

Förutom rapporter har vi även sett några bolag möta investerare för att prata om sin affär mer långsiktigt under så kallade kapitalmarknadsdagar. **Fortnox** öppnade upp sitt huvudkontor i Växjö för investerare och spred mer ljus över sin affärsmodell och, framför allt, sina planer att försöka öka intäkterna per användare. Bolaget har i år varit ifrågasatt, dels ifrån blankare, dels i en artikel i *Financial Times*. Huvuddragen i kritiken har varit att Fortnox kommer få svårt att växa med fokus endast på en marknad – Sverige. Ett Sverige som dessutom möter en konjunkturell utmaning med ett ökande antal konkurser, vilket antas slå hårdast i just Fortnox kundgrupp. Bolaget har också påstått överdriva antalet adresserbara kunder. Ovanpå detta åtnjuter också aktien en högre värdering än de flesta andra, en skillnad som ökat i takt med att många andra bolag sett betydande tapp i aktiekurs/värdering.

Fortnox gav bra svar på tal under sin kapitalmarknadsdag. Visserligen trendar man fortfarande under sin plan för hur många kunder man ska kunna ta fram till 2025, men kundintaget under Q1 far med 20 tusen nya kunder rekordstort. Bolaget har flera initiativ som syftar till att fler kunder som kommer in via redovisningskonsulter ska börja använda plattformen. På detta sätt ser man potential att öka intäkterna för denna typ av kunder med upp till 20x. För kunder som kommer in direkt via den egna plattformen kan man i symbios med konsultbyråerna öka intäkterna för denna kundgrupp med cirka 35 procent. I stort ser man *användartillväxt*, inte kundtillväxt, som det viktigaste för Fortnox. Sedan 2020 har man ökat antalet kunder med 50 procent, medan användartillväxten varit 200 procent. Planen för 2025 innefattar en mer än dubblad användarbas från dagens nivå.

Kanske blev några investerare besvikna att Fortnox inte gav några nya finansiella mål under sin kapitalmarknadsdag. Planen är att nya mål för 2030 ska lanseras vid en kapitalmarknadsdag nästa år. Än så länge får vi nöja oss med utblicken för 2025. I sig bådär denna gott för fortsatt uppfyllelse av "Rule of Fortnox", vilket är bolagets egen version av Rule of 40, ett populärt sätt att bedöma mjukvaruföretag (summan av ett bolags omsättningstillväxt och dess rörelsemarginal ska vara över 40). Rule of Fortnox är att överträffa 60, vilket bolaget gör med marginal. Våldigt snart kommer Fortnox mjukvara att utgöra hjärtat, en totalt verksamhetskritisk mjukvara, för en fjärdedel av Sveriges BNP. Vilket pris, vilken värdering, ska man sätta på en sådan position?

Även medicinteknikbolaget **Biotage** bjöd in till en kapitalmarknadsdag som var bolagets första någonsin. Fokus var primärt på **Astrea** som man förvärvade under förra året och är bolagets starkaste tillväxtmotor. Historisk tillväxt för Astrea har legat kring 75 procent, att jämföra med "gamla Biotage" där organisk tillväxt legat närmare 10 procent. Många investerare ställde sig skeptiska till Biotage i samband med förvärvet och sektorn har som helhet haft mycket lägre tillväxt under perioden efter Covid. Ett tydligt budskap från kapitalmarknadsdagen var att Biotages ledning känner större trygghet att nå sina finansiella mål 2025 tack vare ökad visibilitet för individuella kundprojekt. Sammantaget gav kapitalmarknadsdagen ökad förståelse för hur man tänker växa med befintliga och nya kunder. Det var även tydligt att det finns en väldigt stark och kompetent ledningsgrupp inom Astrea som man normalt inte får träffa i samband med kvartalsrapporter.

Om vi tar blicken från här och nu till ett lite mer strategiskt perspektiv är det uppenbart att det digitala hjulet snurrar snabbare och snabbare. Vi betraktar lanseringen av ChatGPT som ett "*iPhone moment*" för AI. Artificiell intelligens är verkligen lika mångfacetterat som det är världsförändrande. **Nvidia** befinner sig alltså i uppmärksamhetens centrum och rapporterade under perioden på nytt fantastiska siffror för första kvartalet. Bolagets position förblir urstark, något som givetvis sporrar konkurrens. Inte minst tror vi att stora datacenterkunder likt **Microsoft**, **Alphabet**, **Amazon** och **Meta**, med egna starka kassaflöden och gigantiska resurser, kommer att försöka hålla Nvidia ärliga med egen innovation inom AI chip-design.

Nvidia är, likt de flesta moderna halvledarutvecklare, *fabless*. Med start ungefär i mitten av 1980-talet började många bolag gå ifrån modellen att bygga sina egna fabriker (*fabs*) och istället förlita sig på så kallade *foundries*, företag som specialiserar sig på just detta: produktion med hjälp av senaste teknik och med största effektivitet. Parallellt med detta startades också bolag som hjälper bolag att utveckla halvledare med hjälp av elektroniska designverktyg. Tack vare att de kunde visa sig ovärderliga i att hjälpa till att Moores lag realiserades i praktiken växte marknaden för EDA strukturellt.

Spola fram nästan 40 år så finner vi två bolag, **Cadence** och **Synopsys**, som nästan helt tagit kommandot över denna marknad. Det har funnits många krafter som drivit fram konsolideringen: inte minst skalfördelar i form av kundrelationer och nödvändig kraft att fortsätta utveckla verktygen. Vallgravarna ökar, då Cadence och Synopsys har ett unikt djup i sina designbibliotek. I takt med att halvledarutvecklingen går mot allt mindre geometrier – Ångström snarare än



nanometer – ökar komplexiteten i flera dimensioner. Utmaningen blir därtill mer systemisk och en framgångsrik design kommer att ta hänsyn till ren fysik på i princip varenda nivå. Det är i detta ljus vi ska se Synposys förvärv av **Ansys**, vars ställning inom simulering av fysiska processer kommer att kunna addera stort värde.

För den som söker en djupare diskussion kring flera av ämnena ovan kan vi rekommendera vår senaste *stream* från kontoret, som nu finns att se i efterhand [här](#).

TIN Ny Teknik

Senaste månaden ökade andelsvärdet med 1,0 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet för nordiska småbolag VINXSCN +5,4 procent. Sedan fondens start 4 februari 2019 har fonden stigit 56,1 procent, samtidigt som index ökat 88,8 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/.

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var Biogaia, **Chemometec** och **Genovis**. Bland innehav som påverkat negativt under månaden finner vi **Evolution**, **Surgical Science** och **Paradox Interactive**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 39 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 36 procent och Digitala varumärken på 13 procent.

TIN World Tech

Senaste månaden sjönk andelsvärdet med 1,5 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet MSCI World -1,7 procent. Sedan fondens start 12 juni 2020 har fonden stigit 34,2 procent, samtidigt som index ökat 90,1 procent. De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet **Microsoft**, **Nvidia** och **Novo Nordisk**. För en lista över de tio största innehaven se tinfonder.se/innehav-twt/.

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var **Nvidia**, **Globus Medical** och **Value**. Bland innehav som påverkat negativt finner vi **Salesforce**, **Veeva Systems** och **Autodesk**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 55 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 19 procent och Digitala varumärken på 11 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

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

[Maj 2024 – Räntesänkning startskott för småbolag?](#)