

## April 2024 – Aprilväder på börsen

April är känt för sitt oförutsägbara väder, särskilt på våra breddgrader. Detta har också märkts av under rapportssäsongen, som tog fart ordentligt i slutet av månaden. Hittills har en dryg tredjedel av innehaven i fonderna rapporterat. Hittills följer mönstret tidigare rapportssäsonger med betydligt fler bra än dåliga rapporter. Hur de mottagits har dock i hög grad avgjorts av sentimentet den aktuella dagen. I några signifikanta undantag, vilket särskilt gäller stora teknikföretag i USA, har bolagens rapporter varit det som satt stämningen i marknaden snarare än tvärt om.

Första veckan i nytt kvartal innebär traditionellt vinstvarningssäsong i mjukvarusektorn. Dessa företag vet i allmänhet nästan i realtid hur verksamheten går och kan därmed flagga en eventuell miss så fort kvartalet slutat. Första kvartalet är samtidigt oftast det minst viktiga under året. Vi har räknat endast en förannonserad negativ utveckling för Q1 och det var **Upsales**, som upplevt en del *churn* under kvartalet och därmed uppvisar minskande återkommande intäkter (ARR). Håller vi oss kvar inom mjukvara vill vi framhålla **Admicom**, som trots en mycket svag byggkonjunktur i Finland visade tillväxt i försäljningen. [Verksamhetskritisk mjukvara](#) gör man sig inte av med i första taget. Inte förrän man blir tvungen att ställa in betalningarna. Att *hälsan tiger still* bland de mjukvarubolag som ännu inte rapporterat ser vi som ett styrketecken.

På temat vinstvarningar levererade Chemometec en sådan i mitten av perioden, vilket spädde på det negativa sentimentet kring aktien. Omsättningen för helåret 2023/24 (räkenskapsåret slutar sista juni) kommer att hamna i den lägre halvan (400 – 415 DKKm) av det spann man guidat för tidigare (400 – 435). Som ett resultat av detta, samt de kostnader som uppstod vid det [plötsliga VD-bytet i mars](#), kommer resultatet att bli lägre än tidigare aviserat spann. Vi ser detta som ytterligare en svart kula i bolagets påse avseende kommunikation – det hade ju till exempel enkelt gått att tydligt annonsera dessa kostnader vid VD-bytet och i samband med det justera hela det guideade intervallet.

Bland rapporter som sticker ut för de här säsongen hamnar bland andra **Nordic Semiconductor**, som är ett innehav i både TIN Ny Teknik och TIN World Tech. Utanför halvledare som direkt riktar sig mot [AI-applikationer](#) har marknaden varit utmanande de senaste 12 – 18 månaderna. Ofta är det flera led mellan halvledartillverkare och konsumenter av slutprodukter där halvledarna ingår. Skiften i slutefterfrågan brukar successivt förstoras bakåt i kedjan via lagerjusteringar. Aktörer i olika led i kedjan är därtill inte alltid transparenta med varandra. Att förutsäga framtiden och planera sin verksamhet är för en halvledarutvecklare lite som att dyka i Östersjön – visibiliteten lämnar frekvent en hel del i övrigt att önska.

För en nervös aktiemarknad är detta ofta svårt att hantera, vilket är ytterligare en anledning att det historiskt har varit svårt att hitta rätt tidpunkt att både köpa och sälja halvledaraktier. Det var inte heller kvartalsresultatet i sig som var det viktiga i Nordic Semis rapport, omsättningen landade mitt i det guideade intervallet. Det var utsikterna för andra kvartalet, där bolaget förutskickar att omsättningen kommer att landa cirka 30 procent högre än snittprognosen på marknaden. Är det

rimligt att en aktiekurs ska stiga 30 procent bara för att ett kvartal slår marknadens prognoser i motsvarande mån? Denna typ av parallellförskjutningar är inte ovanliga, och vi avstår från att bedöma marknadens rationalitet. Kanske är detta bara ytterligare ett exempel på hur nedtryckt sentimentet har varit och hur lite det krävs för att ett bolag ska kunna klättra uppför *en vägg av oro*.

**Fractal Gaming**, vars grundare Hannes Wallin gick att se på scen under vår [årliga investerarträff](#) i januari, levererade också en bra rapport. Definitionen av "bra" är här en annan. I Fractals fall lyckades man med bedriften att matcha förra årets oerhört starka jämförelsetal under första kvartalet. Även Q2 under 2023 kommer att bli en utmaning att återuppnå, särskilt givet bolagets historiska säsongsmönster. Detta är något som bolaget flaggat för. De som följer bolaget torde redan ha koll på läget. Den nära framtidens ljus faller inte så mycket på resultatet under Q2, utan riktas snarare mot Computex-mässan i juni, där Fractal kommer att lansera sina nya produkter, bland annat inom två helt nya kategorier. Vi kommer att följa lanseringarna med spänning och ser fram emot att höra Fractal kommentera den inledande utvecklingen under deras kapitalmarknadsdag i september.

Bland de allra största bolagen sticker **Alphabet**, moderbolaget för **Google**, ut. Google må under lång tid ha varit ledande inom AI – inte minst genom investeringen i **Deep Mind** – men det var **OpenAI** som stal allt ljus genom lanseringen av ChatGPT. Ironin blir fullkomlig då Google ligger bakom mycket av den underliggande tekniken, framför allt de *transformers* som staplas ovanpå varandra och utgör basen för *Large Language Models*, LLM. Den primära intäktskällan för Google är reklamintäkter som genereras då vi googlar, alltså när vi söker efter information eller svar på frågor. En oro har varit att ChatGPT och liknande tjänster ska äta sig in i Googles kärnaffär. Oron har inte blivit mindre då bolagets egna tidiga versioner av chat-robotar dragit på sig kritik. I rapporten för första kvartalet gav Google marknaden svar på tal med god tillväxt inom sök, ett mångmiljardprogram för återköp och avsikten att för första gången instifta en utdelning. Aktien steg tvåsiffrigt.

Allt har inte handlat om rapporter i april. Periodens största nyhet kan ha presenterats av **Embracer**. Under mars avslutade bolaget formellt sin omstrukturering, efter att ha annonserat [försäljningarna av Saber Interactive och Gearbox](#). Förvånande kort tid därefter meddelade de att avsikten att dela upp bolaget i tre delar – **Asmodee** (brädspelen), **Coffee Stain and friends** (arbetsnamn för en grupp bestående av indie-spel och mobilspel) och **Middle Earth and friends** (arbetsnamn för rättigheter knutna till *Sagan om Ringen*, den fysiska distributionen jämte portföljen av AAA-spel). Asmodee kommer att vara först ut, med en *spin-off* planerad inom 12 månader.

Dessa tankar går tillbaka till den *särskilda översyn* som bolaget initierade i november 2022. När det stora partnerskap man förväntat sig skulle bidra med omkring 20 miljarder SEK i finansiering av spelutveckling föll igenom i mars 2023 förflyttades fokus till mer omedelbara åtgärder. I juni 2023 sjösattes omstruktureringen, vilket ledde till att man fick pausa översynen av den långsiktiga strukturen för bolaget. När man nu dammar av planerna är de mer ambitiösa än vad vi räknat med.

Asmodee har, med sitt fokus på brädspel, av många setts som en udda fågel ända sedan Embracer förvärvade företaget. Om man investerat i bolaget för att få exponering mot rent digital underhållning var detta ett ovälkommet inslag. Andra reagerade på priset och på den skuldsättning Embracer tog på sig för att genomföra förvärvet. De i grunden starka kassaflöden som verksamheten genererar ifrågasattes under en period av lageruppbyggnad relaterad till covid. Allt detta gör Asmodee till en till synes naturlig kandidat att delas ut till aktieägarna. Därmed kan var och en investerare avgöra om man vill behålla båda aktierna eller ej och – om man inte vill se saken som binär – fritt välja hur man vill balansera Asmodee mot resten. Därtill kan Asmodee isolerat ha upplevt vissa dissynergier som en del av ett större, investeringstungt Embracer. Utan kontroll över sitt eget kassaflöde har Asmodee inte kunnat driva sin egen förvärvsagenda. Slutligen, även om hela idén med Embracers bolagsbygge varit att ge entreprenörer en plats att verka med frihet under ansvar, kan det bli enklare för ledningen i Asmodee att skapa tydliga incitament till anställda kopplade till utvecklingen i den egna aktien.

Embracer stoppade inte här, utan presenterade ytterligare en uppdelning av koncernen. Kvarvarande verksamheter kommer att delas i två ungefär lika stora delar. *Coffee Stain and friends* kommer bestå av bolagets mindre spelstudios med *Coffee Stain* som naturligt nav. Därtill kommer samtliga mobilspel under **DECA**, **Crazy Labs** och **Easybrain**. Den affärsmässiga kopplingen mellan verksamheterna är inte så mycket operativ som dess karaktäristika: stort fokus på *live ops*, det vill säga att vårda existerande spel över lång tid samt en hög andel återkommande intäkter och gott kassaflöde.

När denna andra avknoppning (konceptuellt) har skett kvarstår ett Embracer med arbetsnamnet *Middle Earth and friends*. Förutom alla rättigheter relaterade till *Sagan om Ringen* skulle man här samla alla studios som arbetar med AAA-spel. Dessa distribueras i högre grad även i fysisk handel, varför även denna verksamhet inom Embracer passar in här. Den exakta fördelningen av verksamheter är inte skriven i sten i detta skede, men i stora drag skulle detta bli den mer investeringstunga, kvartalsvis volatila verksamheten med potentiell stor uppsida i enskilda spel. I synnerhet om bolaget på ett produktivt sätt kan utnyttja rättigheterna till Tolkiens fantastiska värld.

Rent finansiellt skissar man på att det mesta av skulden ska hamna på Asmodee, vilket ger företaget en skuldkvot omkring 4x EBITDA. Det ser högt ut, men amorteringstakten kan bli snabb och bolaget har opererat under lång tid i privat miljö med ännu högre hävstång. Resten av koncernen lämnas i så fall med en nettoskuld uppgående till cirka 0,6x EBIT. Förmodligen ska ett bolag som *Middle Earth and friends* arbeta utan skuld, kanske till och med i en position med nettokassa. Detta skulle ge en skuldkvot över 1x för *Coffee Stain and friends*. Allt givet att försäljningarna av Gearbox och Saber är fullt genomförda och betalda. Investerare har nu en ganska tydlig lista att bocka av för de närmaste 12 – 18 månaderna: 1) successiva operativa förbättringar, 2) noterbart bättre kassaflöden, 3) betalningar från köparna av de sålda bolagen, 4) mer information om framtida struktur och detaljer kring de ingående bolagen, 5) avknoppning av Asmodee och 6) slutliga detaljer kring *Coffee Stain and friends* och *Middle Earth and friends* och 7) avknoppning av *Coffee Stain and friends*. Första hållpunkt blir Embracers Q4-rapport den 23 maj.

Om vi fortsätter bland händelser som inte rör rapportperioden noterar vi att norsklisterade mjukvaruföretaget **Carasent** nu står under uppköp från mjukvarukollegan EG A/S. Styrelsen rekommenderar intressant nog aktieägarna att inte acceptera erbjudandet. Under perioden har även större affärer diskuterats på marknaden. **Googles** ägarbolag **Alphabet** har pekats ut som möjlig köpare av **Hubspot** och **Salesforce** har sagts visa intresse för privatägda **Informatica**. Båda dessa potentiella affärer får betraktas som RUMINT, men det finns argument för att sådana affärer kan komma att ske: världens riktigt stora teknikföretag svämmar praktiskt taget över med pengar. På liknande sätt finns det inneboende argument för att mindre, nordiska innovativa bolag kan bli föremål för utköp framöver: värderingarna har halkat långt efter inte bara sin egen vinststillväxt utan även större, internationella konkurrenter.

### TIN Ny Teknik

Senaste månaden sjönk andelsvärdet med 1,6 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet för nordiska småbolag VINXSCN +1,2 procent. Sedan fondens start 4 februari 2019 har fonden stigit 54,5 procent, samtidigt som index ökat 79,1 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 Embracer, Nordic Semiconductor och Novo Nordisk. Bland innehav som påverkat negativt under månaden finner vi **Nemetschek**, **Paradox Interactive** 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 sjönk andelsvärdet med 3,3 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet MSCI World -0,1 procent. Sedan fondens start 12 juni 2020 har fonden stigit 36,3 procent, samtidigt som index ökat 93,3 procent. De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet **Microsoft**, **Novo Nordisk** och Salesforce. 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 Nordic Semiconductor, Alphabet och Embracer. Bland innehav som påverkat negativt finner vi **Straumann**, **Autodesk** och **Adyen**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 55 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 20 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](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

---

[April 2024 – Aprilväder på börsen](#)