

Mars 2025 – Bud på Fortnox

Just som vi reflekterar kring hur mars månad präglats mycket mer av makro och geopolitik än företagshändelser sker den ultimata företagshändelsen – ett publikt bud – på ett av våra viktigaste innehav, tillika en formidabel svensk företagssuccé: **Fortnox**. För knappt tio år sedan var ordföranden och störste ägaren Olof Hallrup allt som stod i vägen för **Vismas** ambitioner att köpa ut bolaget för 1,5 miljard. Nu har samme Olof Hallrup initierat en affär som värderar bolaget till ungefär 55 miljarder. Detta innebär en genomsnittlig årlig värdeökning på nästan 50 procent mellan dessa två tillfällen.

Fortnox betydelse för svenskt näringsliv är svår att överskatta. Hundratusentals svenska företag, från de allra minsta till några riktigt stora, förlitar sig på deras mjukvara för att hålla sina verksamheter igång. En beräkning som gjorts indikerar att upp till 25 procent av Sveriges BNP flödar genom Fortnox plattform. De är ett påtagligt och praktiskt exempel på hur digitalisering driver produktivitet och välbefinnande. Denna centrala position hos kunder har också gjort det möjligt för Fortnox att bredda sitt erbjudande och successivt fånga allt mer av det ökande värde man kan erbjuda.

Vi har varit med som ägare i Fortnox i över ett decennium, både sedan vi startade TIN och innan dess. Under perioder har vi upplevt aktien som högt värderad, men behållit en begränsad position. Under 2023 ökade vi ägandet i TIN Ny Teknik väsentligt och aktien har sedan dess varit en av fondens fem största. Vi har nu att värdera 1) om budet är tillräckligt attraktivt; 2) budets sannolikhet att gå igenom; och 3) alternativkostnader i att behålla aktierna tills vidare gentemot möjligheterna i andra aktier i och utanför portföljen, på den så kallade avbytarbänken.

En bärande tes vi ofta upprepat, på gränsen till tjatad om, är hur viktiga ägare av kött och blod är för långsiktig avkastning. När solen skiner och allting går bra kanske ägarsituation och styrelse har mindre betydelse. Det är när turbulens, alternativt en riktig kris, uppstår som ägarledda bolag gör ordentlig skillnad. Ofta går det att peka på enskilda unika tillfällen, när enskilda individer påverkar framtiden i positiv riktning. I Fortnox fall var det budet från Visma. Därmed inte sagt att Olof Hallrup inte varit oerhört viktig som styrelseordförande därefter. Tack för den här tiden, Olof!

Ett potentiellt bud på Fortnox var ingenting vi satte någon hög sannolikhet på, då finns det mer uppenbara kandidater i resten av portföljen. Ta till exempel **Evolution**, där omsättningen växer cirka 15 procent (den takt vi sett de senaste tre kvartalen), lönsamheten förblir hög och kassaflödet räcker väl (via utdelning och återköp) till att skapa en *yield* på upp mot sju procent. En skuldjusterad multipel på rörelseresultatet orkar knappt över 10x.

Ett annat exempel är **Biogaia**, där grundarna nyligen aviserat en försäljning av en stor del av sina innehav till Kahane-familjen. Inspektionen för strategiska produkter har fortfarande att godkänna affären. **Anatom Holding AG** kan mycket väl bli en engagerad långsiktig industriell delägare och affären flyta på i stort sett som den gjort tidigare med en professionell ledning. Eller så har de, alternativt någon annan, andra planer.

Vi har även **Biotage**, som efter förvärvet av **Astrea** omformade ägarbasen från helt öppen och institutionsbaserad till att kraftigt influeras av *private equity* (PE) i form av **KKR**. Vi vet ingenting specifikt om deras planer, men något om PE generellt. Fonder av den karaktären skapas och ges ett begränsat liv. Förr eller senare måste man avyttra den aktuella fondens positioner. Normalt är ägande i publika bolag inte en del av affärsidén. I fallet Biotage blir scenariot "upp eller ut", där "upp" betyder ett bud på hela verksamheten och "ut" antingen en försäljning i marknaden eller ett bud från en annan aktör.

Listan av uppköpskandidater stannar naturligtvis inte där. Potentialen (alternativt *risken*) för förvärv är inte heller unikt för Norden eller Sverige. Under de snart fem år som vi förvaltat TIN World Tech har ungefär vart fjärde innehav sedan start blivit utköpt. Däremot är vi snarast förvånade att mer inte hänt i den svenska marknaden. Sverige har en öppen ekonomi (en policy som vi överlag anser tjänat oss väl), god bolagsstyrning, välskötta företag som ofta karvat ut nischer globalt och en väl fungerande aktiemarknad. Rimligt goda jaktmarker för en intresserad köpare. Givet hur marknaden rört sig den senaste tiden ökar risken att fina företag försvinner alltför billigt.

Utvecklingen under mars kan i ett scenario vara ett varsel för att investerare måste justera ned sina förväntningar för framtida tillväxt och lönsamhet. Vi kan självfallet inte utesluta att så blir fallet, men vill öppna för ett i våra ögon troligare scenario. Under varje givet år ser vi inte sällan att aktier kan röra sig med 50 procent eller mer från lägsta till högsta punkt (eller tvärt om). Stora delar av portföljernas innehav består av verksamhetskritisk mjukvara. Här ligger stora långsiktiga värden, men vi kan inte sia om när de låses. Inte heller huruvida det krävs bud för att låsa upp dem, eller om de kan realiseras via bolagens lönsamma tillväxt.

TIN Ny Teknik

Sectra har brutet räkenskapsår och rapporterade sin niomånadersrapport i mitten av perioden. Bolaget är mitt uppe i sin omställning till SaaS – att leverera mjukvara som molntjänster. Processen, som i normalfallet sätter press på såväl omsättning som resultat innan man helt ställt om, är lite mer än halvvägs för Sectra. Trots det presterade man under kvartalet november – januari en rörelsemarginal på 24 procent, betydligt över bolagets mål på 15 procent. Som många andra företag upplever Sectra en viss volatilitet i tillväxt och marginal kvartal för kvartal. Den här gången föll det ut på den positiva sidan och aktien belönades med en tvåsiffrig uppgång.

Senare, under bolagets kapitalmarknadsdag i slutet av perioden, visade man hur omställningen sker gradvis. Beräknat på antalet gjorda undersökningar har man 8 procent marknadsandel i USA idag. När kontrakterade order är fullt genomförda stiger den andelen till 12 procent. Man blir inbjuden i ungefär hälften av upphandlingar och vinner ungefär hälften av dessa, vilket bör innebära att marknadsandelen över tid bör röra sig i riktningen mot 25 procent.

Vi har [tidigare skrivit](#) om vikten av att alla investeringar i artificiell intelligens i form av massiv utbyggnad och uppgradering av datacenter måste motsvaras av utveckling av applikationer som kan ge en vettig avkastning. Sectra ser AI inom medicin som en lika viktig förändring som [Semmelweis](#) eller [Fleming](#). Kraftiga produktivetsförbättringar ses som absolut nödvändiga för att klara framtidens behov. På sikt ser bolaget chansen att bli ett slags Windows för medicinsk bildhantering, själva operativsystemet som vården använder.

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var Fortnox, Sectra och **Cint**. Bland innehav som påverkat negativt under månaden finner vi **Novo Nordisk**, **Surgical Science** och **Trustpilot**.

De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet Fortnox, Surgical Science och **Paradox Interactive**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 47 procent av förvaltat kapital, följt av Hälsa på 34 procent och Digitala varumärken på 10 procent. För en lista över de tio största innehaven se tinfonder.se/innehav/.

Period	TIN Ny Teknik A	Index ⁽¹⁾
Feb	-11,1%	-6,6%
YTD	-8,6%	-4,6%
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⁾	5,8%	9,4%

⁽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

Under början av perioden besökte vi *Silicon Valley* för att ta pulsen på några av de viktigaste teknikföretagen, samt träffa nyckelpersoner i vårt nätverk där. Högt upp på agendan var givetvis tecken som kunde göra en långsiktig avkastning på AI-investeringar trovärdig. Till viss del måste vi modifiera våra mentala modeller kring infrastruktur och applikationer. Den nuvarande investeringspuckeln liknar enligt vissa *inte alls* den kring millennieskiftet. En avgörande skillnad är att investeringarna nu, framför allt i GPU:er och andra halvledare, kommer att vara obsoleta om fyra år. Medan fibern som lades, radiomaster som restes, spektrumet som köptes och nätverksutrustningen som installerades kunde leva mycket längre.

Detta talar visserligen för att de investeringsnivåer vi ser nu kommer att hålla i sig mycket längre, vilket är nog så viktigt för sentimentet kring AI. Ett stärkande argument är att de få spelare som givit sig in i denna kapprustning också är fångade i ett slags *prisoner's dilemma*. Om någon av det fåtal gigantiska bolag som bygger datacentren där AI leker, lär, lever och arbetar slår av på takten kommer det att bli ifrånsprunget av de andra och aldrig ha möjlighet att ge sig in i leken igen. Samtidigt ställer det ännu högre krav på trovärdiga applikationer som har möjlighet att generera avkastning på en ännu större yta under kurvan. I den stora frågan om ROI blev vi inte mycket klokare på den här resan, utan får fortsätta att lägga pusslet efter bästa förmåga.

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var **Enphase**, **Charles River Laboratories** och **Match**. Bland innehav som påverkat negativt finner vi Novo Nordisk, **Nvidia** och **Microsoft**.

De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet Microsoft, **Amazon** och **Alphabet**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 57 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 19 procent och Digitala varumärken på 6 procent. För en lista över de tio största innehaven se [tinfonder.se/innehav-twt/](https://www.tinfonder.se/innehav-twt/).

Period	TIN World Tech A	Index ⁽¹⁾
Mar	-13,2%	-9,4%
YTD	-15,0%	-11,5%
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⁾	4,6%	15,3%

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

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



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

[Mars 2025 – Bud på Fortnox](#)