

## TIN Fonder Februari 2024 – Verksamhetskritisk mjukvara vinner

Under februari presenterade de allra flesta företag sina resultat för fjärde kvartalet och helåret 2023. Likt så många gånger tidigare blev vårt totalintryck klart övervägande positivt, med den skillnaden att de bolag som levererade bra siffror nu också belönades rikligt av aktiemarknaden. Skillnaden var som tydligast i början av månaden, då de flesta av fondernas större innehav rapporterade. Mot slutet av perioden tvingades vi tyvärr även notera en del besvikelser. Totalt sett fortsatte det positiva momentum vi såg i januari och vi är glada över en riktigt stark start på året.

I **TIN Ny Teknik** har bolagen i portföljen under de senaste tre åren levererat tre till fyra gånger fler *bättre* rapporter jämfört med antalet *svagare* rapporter. För Q4 var kvoten "endast" drygt två gånger fler bra än dåliga rapporter, sett utifrån vårt kvalitativa trafikljussystem. Ser vi enbart till fondens tio största innehav, vilka tillsammans nu utgör 53 procent av total fondförmögenhet, var kvoten mycket bättre.

**Novo Nordisk**, fondens största bolag och nu Europas största bolag utifrån marknadsvärde, ledde vägen med 43 procent valutajusterad tillväxt i fjärde kvartalet och 36 procent tillväxt på helårsbasis. Till stor del är tillväxten driven av den amerikanska marknaden och behandlingar för *obesitas*. Bolaget förväntar sig tillväxt i intervallet 18 – 26 procent för 2024. Utfallet kommer i hög grad vara knutet till bolagets förmåga att producera och leverera färdiga produkter, då efterfrågan vida överstiger utbudet (Novo och konkurrenten **Eli Lilly** har tillsammans levererat produkter som täcker en fraktion av underliggande behov). Av särskilt intresse finner vi Novos huvudägare **Novo Holdings** förvärv av **Catalent**, en väletablerad kontraktstillverkare med över 50 produktionsenheter världen över. Tre av dessa enheter kommer att separeras ut och förvärfvas av Novo Nordisk. Enheterna kommer att fullgöra existerande kontrakt (bland annat med Novo) fram till 2025/26 och därefter exklusivt betjäna Novos egen tillväxt. Affären är intressant i minst två dimensioner. För det första visar det på styrkan i bolagets modell för ägarstyrning och det symbiotiska förhållandet mellan Novo Nordisk och huvudägaren Novo Foundation (via ägarbolaget Novo Holdings), världens största allmännyttiga stiftelse ("*charitable foundation*"). Därtill adresserar det en strategisk nyckelfråga för Novo Nordisk: att säkra förmågan att leverera fler produkter – och därmed tillväxt i omsättning och resultat – bortom 2026. För oss som långsiktig investerare ger detta oss lite mer råg i ryggen att "sträcka ut linjalen" med lite mer självförtroende, några år till.

Även **Evolution** levererade god tillväxt, om än inte i nivå med historiska närmast övernaturliga tal. Under fjärde kvartalet ökade omsättningen knappt 17 procent, vilket skattas till cirka 25 procent justerat för en starkare Euro. Trots en negativ valutaeffekt ökade marginalerna, vilket indikerar att skaleffekterna från volym och pris var starkare än motvinden från FX. Vi har varit inne på temat starkare krona/svagare dollar flera gånger i tidigare månadsbrev. Anledningen är framför allt kommunikativ – företag har mycket att vinna på transparens. En positiv valutaeffekt på försäljningen, vilka de flesta redovisar, droppar ofta rakt ned på rörelseresultatet. Dessa effekter

har väldigt få bolag rapporterat tydligt. **Sectra** är ett föredömligt undantag som vi gärna lyfter fram. Om och när valutatrenden vänder kan aktiekurser påverkas mer negativt än de påverkades positivt när valutan gav en medvind. Igen, om man inte varit tydlig och transparent. Återvänder vi till Evolution, som rapporterar i EUR, så har de liksom de flesta bolag kommenterat valutaeffekter endast på omsättning. Det var en positiv "hund som inte skällde" i rapporten att den negativa påverkan på försäljningen inte medförde motsvarande negativ påverkan på bolagets resultat. Efter rapporten, mot slutet av februari, meddelade Evolution att en utredning kring anklagelser att bolaget skulle ha misskött sig i New Jersey lagts ned utan åtgärd. Därtill meddelade bolaget att man ingått ett strategiskt partnerskap med **Caesars Digital**, vilket innebär en breddning av relationen till att täcka hela Nordamerika. Bolagets verksamhet i USA är idag fortfarande i sin linda. Avtalet ger, analogt med resonemanget i Novo Nordisk, oss anledning att staka ut en riktning för Evolution som har en *mer positiv lutning* än vad vi sett som rimligt tidigare.

Ibland förleds man att se ett motsatsförhållande mellan långsiktighet och aktivitet. Beroende hur man definierar aktivitet tror vi att dessa begrepp snarare är komplementära. Även om man har en långsiktig investeringsfilosofi kan nödvändiga anpassningar behöva göras och dessa kräver aktivitet. *Aktiv andel* är ett portföljbegrepp som mäter hur mycket en fond avviker från sitt jämförelseindex. Utifrån detta gifter sig aktivitet och långsiktighet väl. Även om vi bibehåller vårt långsiktiga fokus i våra investeringar finns några specifika kortsiktiga aktiviteter i portföljen som vi ser som värda att lyfta fram.

I början av januari kom det ett bud på **Kindred**. Vi gjorde ett intensivt arbete med att lägga pusslet för att finna om det möjligen skulle finnas bättre alternativ än att lämna in fondens aktier. Vi kom fram till att budet mest sannolikt kommer att gå igenom. Samtidigt finns det risk att pengarna inte kommer aktieägarna till förfogande förrän så sent som i december. Innehavet i Kindred har därför avyttrats under perioden och har istället ökat innehaven i **Fortnox**, **Sectra** och **QT Group**. På extremt kort sikt har det varit ett lyckat beslut, både Fortnox och QT steg kraftigt efter sina rapporter. Gemensamt för dessa tre är att de levererar *verksamhetskritisk mjukvara*. Att det vore en katastrof för kunderna att stänga av mjukvaran, att existerande alternativ antingen inte finns eller är betydligt sämre än det egna erbjudandet – dessa attribut har en alldeles särskild attraktion. Samtliga tre har också rimligen en bra bit kvar på sina respektive tillväxtresor.

I **TIN World Tech** var överraskningarna färre med en *tydlig övervikt för bra rapporter*. **Palo Alto Networks** var ett noterbart undantag. Bolaget, som var en av de bästa aktierna i fonden förra året då den steg 63 procent, rapporterade 19 procent tillväxt och stark lönsamhet för sitt andra kvartal (deras fiskala år slutar i juni), vilket var i linje med de 20 procent vi såg i september-kvartalet. Palo Alto är ett ledande företag inom datasäkerhet. Vi gillar deras bredd, med starka positioner i flera vertikaler. *Cyber security* är ett ständigt aktuellt ämne och med fog extra "hett" nu i en mer utmanande geopolitisk miljö. Det chockade därmed marknaden att höra dem prata om "*spending fatigue*" bland kunder och guida för endast 10 procent tillväxt för helåret. Aktien föll 27 procent på en dag, från en nivå nära *all time high*. Därefter har den återhämtat drygt halva det fallet. Vi ser attraktionen i datasäkerhet – tillbaka till *verksamhetskritisk mjukvara* – men är ödmjuka inför uppgiften att hitta rätt bolag. Branschen är uppbruten i distinkta vertikaler och inte sällan kan medelstora bolag (och uppåt) ha över 100 olika leverantörer på området. "Alla" ser det långsiktigt växande behovet och möjligheter till innovation, vilket gör att *startups* som specialiserar sig på

något område ofta får backning från riskkapitalfonder. Vilket allt annat lika gör datasäkerhetsvärlden ännu spretigare. Palo Alto förblir dock, åtminstone tills vidare, ett medelstort innehav i fonden.

Det holländska mjukvaruföretaget **Adyen** är ett relativt nytt innehav i portföljen. Bolaget verkar inom betalningar, ett riktigt getingbo till marknaden som lockat Per och Paul och alla deras kusiner. Varför? Helt enkelt för att möjligheterna är så gigantiskt stora – betalningar är ju något var och en av oss gör i princip hela tiden, varje dag. Sett utifrån TAM – *total addressable market*, startup-språk för hur stor den potentiella marknaden är – finns det knappt något större att ge sig på. Samtidigt är det en mer komplex marknad än vad man intuitivt tänker sig, med många fler steg och delkomponenter i vad vi alla upplever som en enkel transaktion. Fonden har tidigare haft två positioner inom mjukvara för betalningar. Dels **Pushpay** från Nya Zeeland, som sysslade med digital kollekt jämte andra tjänster för kyrkor, dels australiensiska **Afterpay**, vars affärsmodell liknade **Klarnas**. Pushpay köptes ut av *private equity* 2023, 2021 lade **Square** (sedermera omdöpt till **Block**) bud på Afterpay.

Adyen har vuxit mellan 33 och 46 procent årligen och nästan fyrdubblat omsättningen mellan 2019 och 2023. Tillväxten är helt organisk och driven av bolagets egenbyggda enhetliga plattform. Detta som kontrast till många konkurrenter som byggts via förvärv, vilket lett till friktion i integration och mindre skalbarhet. De flesta konkurrenter är också lokala eller regionala, medan Adyen ser att deras enhetliga *tech stack* fungerar globalt. Bolaget har sitt ursprung inom e-handel, men har utvecklat lösningar även för POS (*point of sale*, kassor) i fysisk handel. De har inte den billigaste lösningen men framhåller en överlägsen total kostnad för kunden, inte minst då fler köp går igenom och slutkonsumenter blir nöjdare, vilket leder till fler återkommande kunder. Värderingen reflekterar förväntningar om framtiden, men multiplarna har potential att snabbt komma nedåt. Tittar vi på absoluta marknadsvärderingar handlas branschjättarna **Visa** och **Mastercard** en tiopotens högre än Adyen. Lyckas Adyen behålla sitt teknikförsprång (och det blir svårt för vem som helst att försöka köpa sig ikapp) och framgångsrikt exekvera sin *land and expand*-strategi även framöver kan den relationen mycket väl komma att ändras. Vi ser Adyen som en potentiell *ultimat vinnare* i en stor och lönsam marknad.

På temat betalningar har vi noterat hur bra det går för Klarna för närvarande och att de ser ut att vara på väg mot börs. Båda sakerna är väldigt glädjande, det ska bli spännande att se hur den svenska startup-generationens andra riktigt stora affischnamn (vid sidan om **Spotify**) kommer att tas emot. Som aktieägare i Adyen har vi bara där all anledning att hoppas på en god utveckling i Klarna. De två har ett fruktbart partnerskap efter att Klarna upphört med ansträngningarna att skapa en egen PSP – *payment service provision*. Bättre då att kroka arm med den som gör detta allra bäst.

Om vi återvänder till rapporter så fanns det inget bolag som tilldrog sig större intresse än **Nvidia**. Förväntningarna var högt ställda, bågen var spänd. Det fanns många saker att oroas över – värderingen, skulle den tillåta ens överträffade förväntningar? Hur skulle geopolitik och begränsningar i försäljning till Kina slå? Kundkoncentrationen är hög och kunderna bland de största företagen i världen. Flera av dem har initiativ syftade att ersätta Nvidia eller åtminstone konkurrensutsätta dem. En faktor som tillmättes stor betydelse är vad man i branschen kallar

*inferens*. Ingen ifrågasätter att Nvidias produkter är överlägsna i *träningen* av AI-modeller och system. Men det har antytts att andra halvledare och lösningar skulle vara mer effektiva inom inferens, det vill säga när man kastar ny information på en existerande AI. Bolaget slog dock alla förväntningar och rapporterade att 40 procent av efterfrågan kom från inferens-applikationer. Detta begravnade, åtminstone tillfälligt, oron kring konkurrens på detta område.

### TIN Ny Teknik

Senaste månaden steg andelsvärdet med 2,2 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet för nordiska småbolag VINXSCN +1,1 procent. Sedan fondens start 4 februari 2019 har fonden stigit 53,4 procent, samtidigt som index ökat 66,3 procent. De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet **Evolution**, **Novo Nordisk** 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 är **Novo Nordisk**, **Kindred** och **BioGaia**. Bland innehav som påverkat negativt under månaden finner vi **Embracer**, **Surgical Science** och **Paradox Interactive**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 38 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 35 procent och Digitala varumärken på 13 procent.

### TIN World Tech

Senaste månaden steg andelsvärdet med 3,4 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet MSCI World +2,7 procent. Sedan fondens start 12 juni 2020 har fonden stigit 34,6 procent, samtidigt som index ökat 80,2 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**, **Salesforce** och **Novo Nordisk**. Bland innehav som påverkat negativt finner vi **Embracer**, **Nordic Semiconductor** och **Unity Software**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 58 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 22 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

---

[TIN Fonder Februari 2024 – Verksamhetskritisk mjukvara vinner](#)