

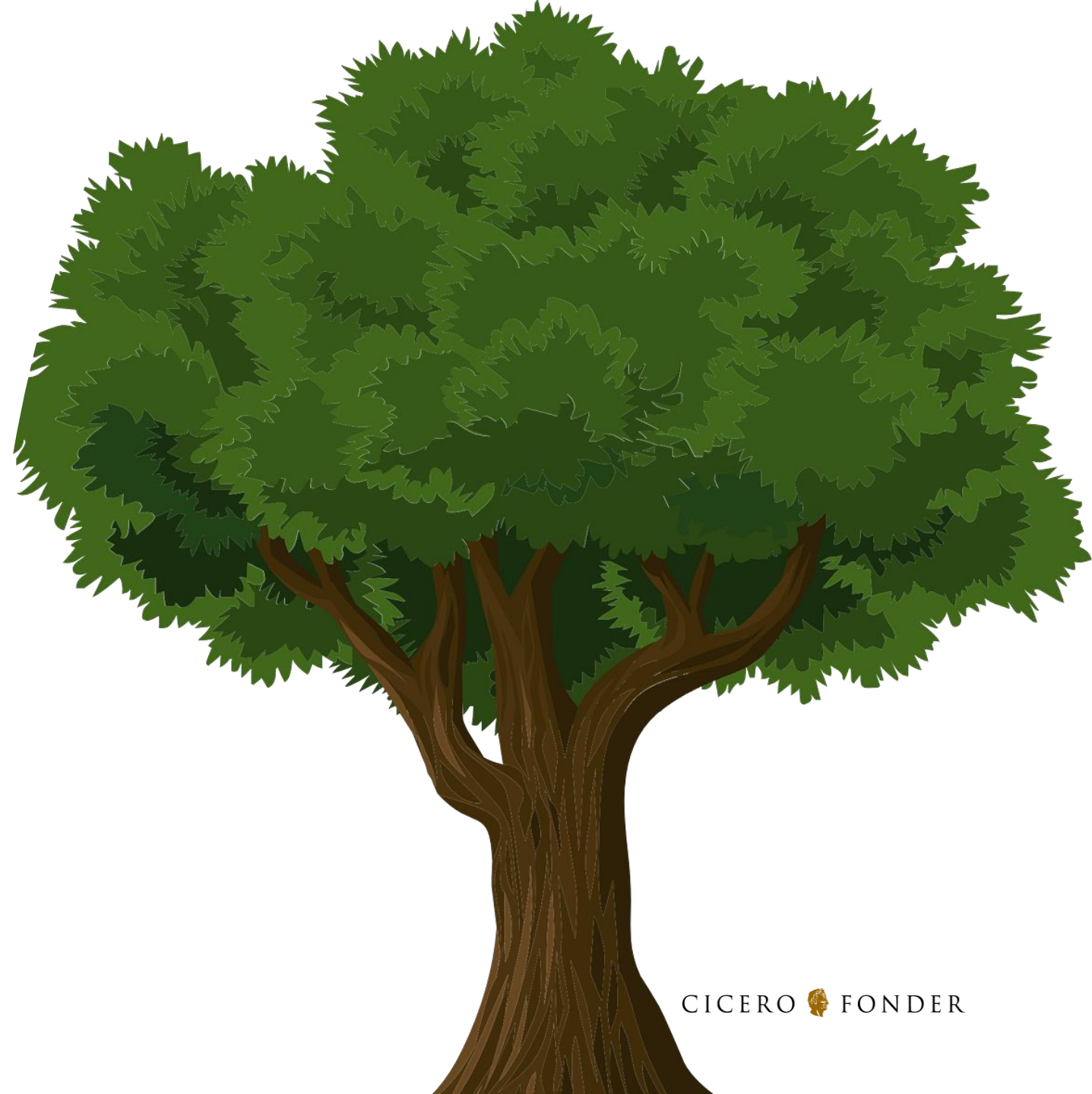
CICERO  FONDER

**Aktiespararna
Haninge/Nynäshamn/Tyresö**

Varför småbolag?

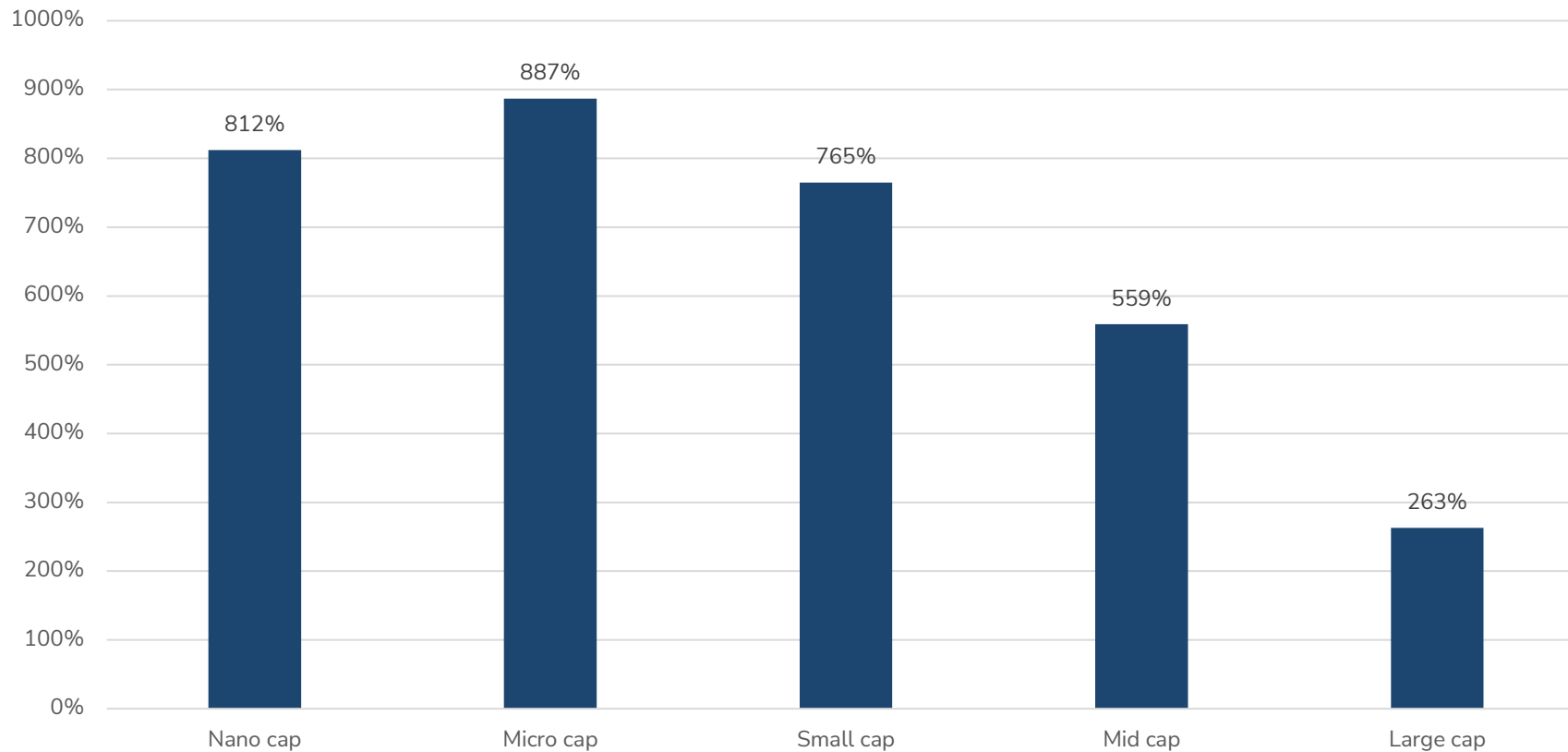
*"Someone's sitting in the shade
today because someone planted
a tree a long time ago"*

- Warren Buffett



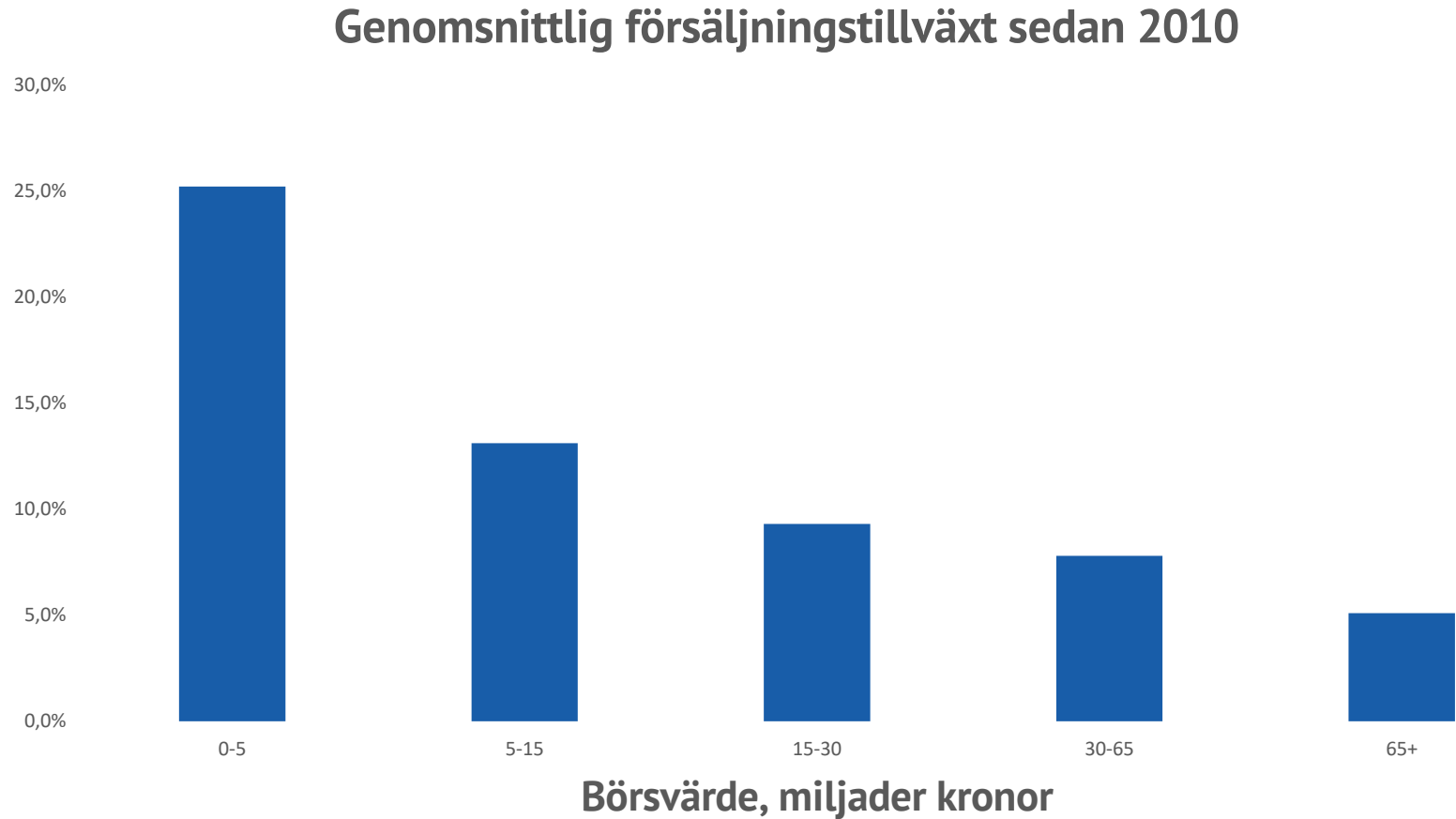
Småbolag presterar bättre

Totalavkastning 2006-2023 bland lönsamma bolag



- **Nanocap: 0-1 mdr**
- **Micro cap: 1-10 mdr**
- **Small cap: 0-45 mdr**
- **Mid cap: 45-100 mdr**
- **Large cap: >100 mdr**

Generellt sett högre tillväxt



Småbolag – möjligheter och utmaningar

Fördelar med småbolag:

- Goda tillväxtförutsättningar
- Marginalexpansion – med tillväxt kommer skalfördelar
- Ofta entreprenörsdrivna
- Lägre konkurrens från andra investerare
- Större möjligheter till felprissättningar

Utmaningar småbolag:

- Felprissättningar kan bestå länge – kräver tålamod
- Lägre handelslikviditet
- Höga återinvesteringar ger låg utdelning

Vad är ett småbolag?

Definition och universum

Vad är ett småbolag?

- Det beror på vad man jämför med...
- Enkelt sagt: Ett bolag som inte är stort

Den vanligaste definitionen:

- Olika parametrar, men ofta kopplat till börsvärde
(Def: börsvärde = aktiekurs x antalet aktier)
- Vedertagen standard: Max 1 % av totala marknadsvärdet på stockholmsbörsen
- Vad ger det i konkreta siffror? Alla bolag som har ett **börsvärde < 120 miljarder**
- Det finns med andra ord många alternativ där ute



WALLENSTAM

Axfood

Husqvarna[®]



TRELLEBORG

SKANSKA

Ett axplock av svenska
”småbolag”

Analysera småbolag

**"Price is what you pay.
Value is what you get."**

-Warren Buffett



Hur sätts priset på en aktie?

På kort sikt är priset en funktion av utbud och efterfrågan:

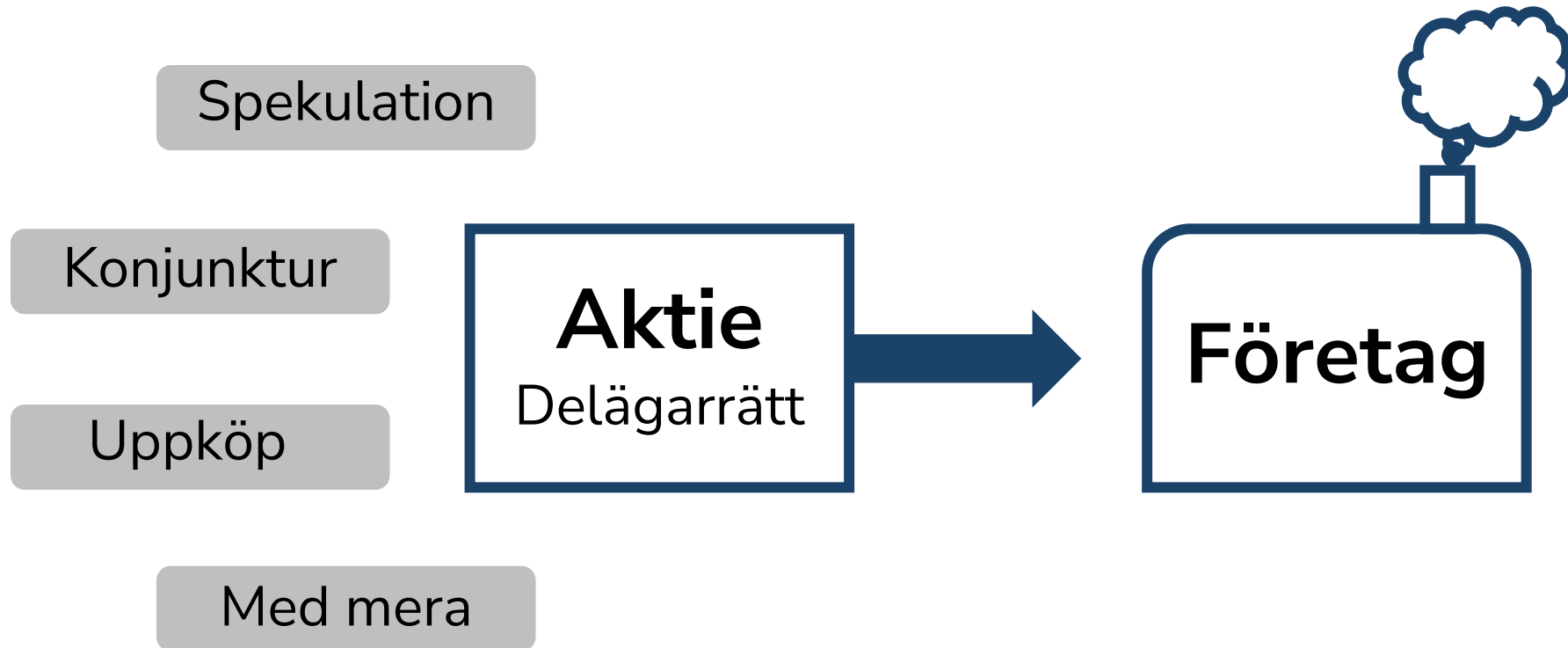
- Fler säljare än köpare  Pris ned
- Fler köpare än säljare  Pris upp

Värdet på lång sikt är en funktion av nuvärdet av kassaflöden och vinster

Över tid kommer marknaden att korrigera felprissättningar 
Pris och värde konvergerar

Det gör att vinsttillväxt är en viktig värdedrivare

Skilj på aktie och företag!



Analys av siffror

Tillväxtmått

Vinsttillväxt:

$$\frac{\text{Vinst år 2} - \text{Vinst år 1}}{\text{Vinst år 1}}$$

Omsättningstillväxt:

$$\frac{\text{Omsättning år 2} - \text{Omsättning år 1}}{\text{Omsättning år 1}}$$

Generellt sett är högre tillväxtsiffror något positivt

Hög historisk tillväxt höjer förväntningarna på framtida tillväxt ➡ Högre värderingsmultiplar

Varierar mellan olika typer av bolag

Vinstmarginal

Årets resultat

Försäljning

Hur mycket vinst genereras per försäljningskrona?

Tips på fördjupning: bruttomarginal & rörelsemarginal

Analys av marginalen

- Marginalen ger flera värdefulla ledtrådar
- Marginalen ger en indikation på bolagets affärsmodell och effektivitet (resursförbrukning)
- Marginalen säger även något om konkurrensbilden
- Skalbarhet – konsten att växa intäkter snabbare än kostnadsbasen
- Jämför med konkurrenter. Utgå från rörelsemarginalen.
- Viktig beståndsdel i prognosarbetet

Räntabilitet

Avkastning på eget kapital (ROE)

Årets resultat

Eget kapital

Indikation på kapitaleffektivitet

Tips på fördjupning: avkastning på investerat kapital & avkastning på sysselsatt kapital

Bolagets fria kassaflöde

Mkr	Not	2018	2017
Den löpande verksamheten			
Rörelseresultat		2 025	1 886
Avskrivningar		724	712
Betald ränta		-17	-5
Erhållen ränta		5	6
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet		34	-5
Betald skatt		-434	-382
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital		2 337	2 212
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital			
Förändring av varulager		-69	26
Förändring av kortfristiga fordringar		-179	4
Förändring av kortfristiga skulder		613	292
Kassaflöde från den löpande verksamheten		2 702	2 534
Investeringsverksamheten			
Förvärv av immateriella anläggningstillgångar		-129	-114
Förvärv av materiella anläggningstillgångar		-711	-651
Förvärv av verksamheter	3	-45	-746
Försäljning av verksamheter	4	2	0
Försäljning av materiella anläggningstillgångar		12	17
Förvärv av finansiella anläggningstillgångar		-17	-6
Förvärv av tillgångar som innehas för försäljning		-104	-
Kassaflöde från investeringsverksamheten		-992	-1 500
Finansieringsverksamheten			
Amortering av skuld		-	-97
Återköp av egna aktier		-30	-28
Utdelning		-1 485	-1 259
Kassaflöde från finansieringsverksamheten		-1 515	-1 384
Årets kassaflöde		195	-350
Likvida medel vid årets början		1 376	1 726
Likvida medel vid årets slut		1 571	1 376

Fritt kassaflöde (FCF) = Kassaflöde från löpande verksamheten + kassaflöde från investeringsverksamheten

Fritt kassaflöde (FCF) = 2702 – 992 = 1710

$$FCFyield = \frac{\text{Fritt Kassaflöde}}{\text{Marknadsvärde}}$$

$$FCFyield = \frac{1710}{90000} = 1,9\%$$

Klassisk regel för kvalitetsbolag

Kvalitetsbolag kan identifieras bland bolag som över tid klarat av att leverera:

- 15 % avkastning på eget kapital
- 10 % omsättningstillväxt
- 10% vinsttillväxt
- Screenat på dessa parametrar blir **flera hundra** småbolag cirka **hundra**!

Kvalitative faktorer

Några nyckelfaktorer att hålla på

Vad gör bolaget?

- Vad är produkten?
 - Vilket problem löser produkten/hur skapar den värde för kunden?
 - Intäktsmodell – hur tar man betalt? Fördelar/nackdelar?
 - Vilka marknader är man närvarande på?
-
- Hur ser konkurrensbilden ut och kan man skydda sig?
 - Är verksamheten kapital- och rörelsebindande?
 - Hur ser ledningen ut ?
 - Hur ser ägarbilden ut?

Olika typer av vallgravar

Produktdifferentiering

Upplevd produktdifferentiering

Kostnadsfördelar

Inlåsnings effekter

Utlåsnings effekter

Värdering

P/E-talet

- Price/Earnings
- Hur många kronor betalar vi per vinstkrona i företaget

$$\frac{\text{Aktiekurs}}{\text{Vinst per aktie}} = \frac{100}{10} = 10$$



Skuldjusterad värdering: EV/EBIT

2021

2022

2023

Företag A 5 %

Aktiekurs: 150
Vinst per aktie: 10
P/E-tal: 15

Aktiekurs: 150
Vinst per aktie: 10,5
P/E-tal: 14,3

Aktiekurs: 150
Vinst per aktie: 11
P/E-tal: 13,6

Företag B 20 %

Aktiekurs: 200
Vinst per aktie: 10
P/E-tal: 20

Aktiekurs: 200
Vinst per aktie: 12
P/E-tal: 16,7

Aktiekurs: 200
Vinst per aktie: 14,4
P/E-tal: 13,9

Köpvärt eller inte?

Några nyckelfaktorer att hålla på

Vad gör bolaget?

- Vad är produkten?
 - Vilket problem löser produkten/hur skapar den värde för kunden?
 - Intäktsmodell – hur tar man betalt? Fördelar/nackdelar?
 - Vilka marknader är man närvarande på?
-
- Hur ser konkurrensbilden ut och kan man skydda sig?
 - Är verksamheten kapital- och rörelsebindande?
 - Hur ser ledningen ut ?
 - Hur ser ägarbilden ut?

Vad ska driva avkastningen – tre faktorer?

- Hur hög kan vinsttillväxten bli?
 - Försäljning
 - Marginal
- FCF-Yield – Hur mycket utdelning/återköp kan bolaget genomföra?
- Vad kan tänkas hända med värderingsmultipeln?

Prognosarbetet

Historisk data:

- Kolla på genomsnittlig historisk tillväxt
- Varierar beroende på val av estimeringsperiod

Bolagsledningens målsättningar:

- Enkelt att utgå från
- Målsättningarna kan ibland vara väl offensiva eller defensiva

Analytikers estimat:

- Har möjlighet att lägga mycket tid på analysen
- Kan ha tillgång till icke-publik information
- Finns ofta en underliggande affär i analyshusens analysverksamhet

Vad kan tänkas hända med värderingsmultipeln?

Olika sätt att bedöma en värderingsmultipel:

- Sätta i relation med en grupp jämförbara konkurrenter
- Sätta i relation till bolagets historiska värdering
- Sätta i relation till börsens historiska genomsnittliga värdering

När är det en intressant investering?

- Om avkastningskalkylen går ihop med ditt avkastningskrav
- ... , balansräkningen är i bra skick
- ... och värderingsrisken inte är allt för påtaglig

Några rekommendationer i småbolagsportföljer

- Positionsstorlek är personlig – vilken risknivå klarar du?
- Hur mycket tid kan du lägga på att följa bolagen?
- Känner du att du behärskar aktieanalysen?
- Koncentration eller diversifiering?
- Sätt en strategi!



***"It's far better to buy a wonderful company
at a fair price than a fair company at a
wonderful price"***

- Warren Buffett

Om oss

- Fondbolaget startade år 2000
- Antal anställda: 16
- Antal kunder: 100 000
- Fondförmögenhet: SEK 17md



Vårt fondutbud

Räntefonder

Cicero Avkastning

Cicero Nordic
Corporate Bond

Aktiefonder

Cicero Sverige

Cicero Global

Cicero
Offensiv

Blandfonder

Cicero Hållbar Mix

Cicero
Yield

Aktiespararfonder

Aktiespararna Topp
Sverige

Aktiespararna
Direktavkastning

Aktiespararna
Småbolag Edge

Aktiespararna Global
Direktavkastning

Institutionella fonder

PEAB-fonden

Förvaltningssteamet



Peter Magnusson (f 70)

Förvaltningschef Cicero Fonder 2019–
Förvaltare Cicero Fonder 2017–2019
Aktiemäklare Enskilda Securities 2007–2019
Derivatmäklare Handelsbanken Markets



Jonas Eklund (f 73)

Portföljförvaltare Cicero Fonder 2022–
Portföljförvaltare Navigera 2019–2022
Kvantanalytiker Idevall/Partners 2017–19
Kvantanalytiker Cicero Fonder 2013–17
Trader/kvantanalytiker Pan Capital 2005–2017



Thomas Falkenklint (f 77)

Portföljförvaltare Cicero Fonder 2019–
Portföljförvaltare Navigera 2017–2019
Risk Manager Navigera 2014–2016
Middle Office Navigera 2009–2014
FX Backoffice Swedbank 2008–2009



Oscar Sterndahlen (f 86)

Portföljförvaltare Cicero Fonder 2016–
Analytiker Cicero Fonder 2012–2015
Intern Nevexa 2012



André Netzén Örn (f 92)

Portföljförvaltare Cicero Fonder 2022–
Analytiker Aktiespararna 2019–2022
Handelshögskolan Umeå 2017–2018



Hanna Sjölin (f 95)

Hållbarhetsansvarig Cicero Fonder 2024–
ESG Client Advisor Morningstar/Sustainalytics 2021–2024
Linköpings Universitet 2018–2021



Christer Sterndahlen (f 56)

VD, Förvaltare Cicero Fonder 2019–
Förvaltningschef Cicero Fonder 2018–2019
VD, Förvaltare Cicero Fonder 2011–2018
Förvaltningschef Cicero Fonder 2000–2011
Aktiestrateg UBS Warburg Stockholm 1994–99



Aktiespararna Global Direktavkastning

Vad är unikt med fonden?

- Aktiespararna Global Direktavkastning är en högutdelande fond som inte speglar ett globalindex utan investerar enbart i bolag med hög utdelning eller återköp.
- Bolag som främjar aktieägarna med sitt kassaflöde genom utdelningar och återköp har visat sig ha minst lika god kursutveckling som börsen över tid men med lägre risk.
- Total yield är en utmärkt investering för att nå bra riskjusterad avkastning över tid.
- Låg avgift enbart 0,3% i förvaltningsavgift



Aktiespararna Global Direktavkastning

Investeringsstrategi

- Fondens strategi är att utifrån en kvantitativ modell investera i ca 100 globala bolag med högst total yield (procentuell andel av utdelning + aktieåterköp)
- Fondens bolag viktas om årligen med avseende på total yield
- Fondens målsättning är att överträffa sitt jämförelseindex Morningstar Developed Markets Target Market Exposure NR Index (SEK)



Investeringsstrategi



Utdelning

- Finns som utdelande och återinvesterande andelsklass
- Utdelning sker 2 gånger per år i juni och december
- Första utdelning december 2024
- Mål är minst 5% utdelning per år



Regioner

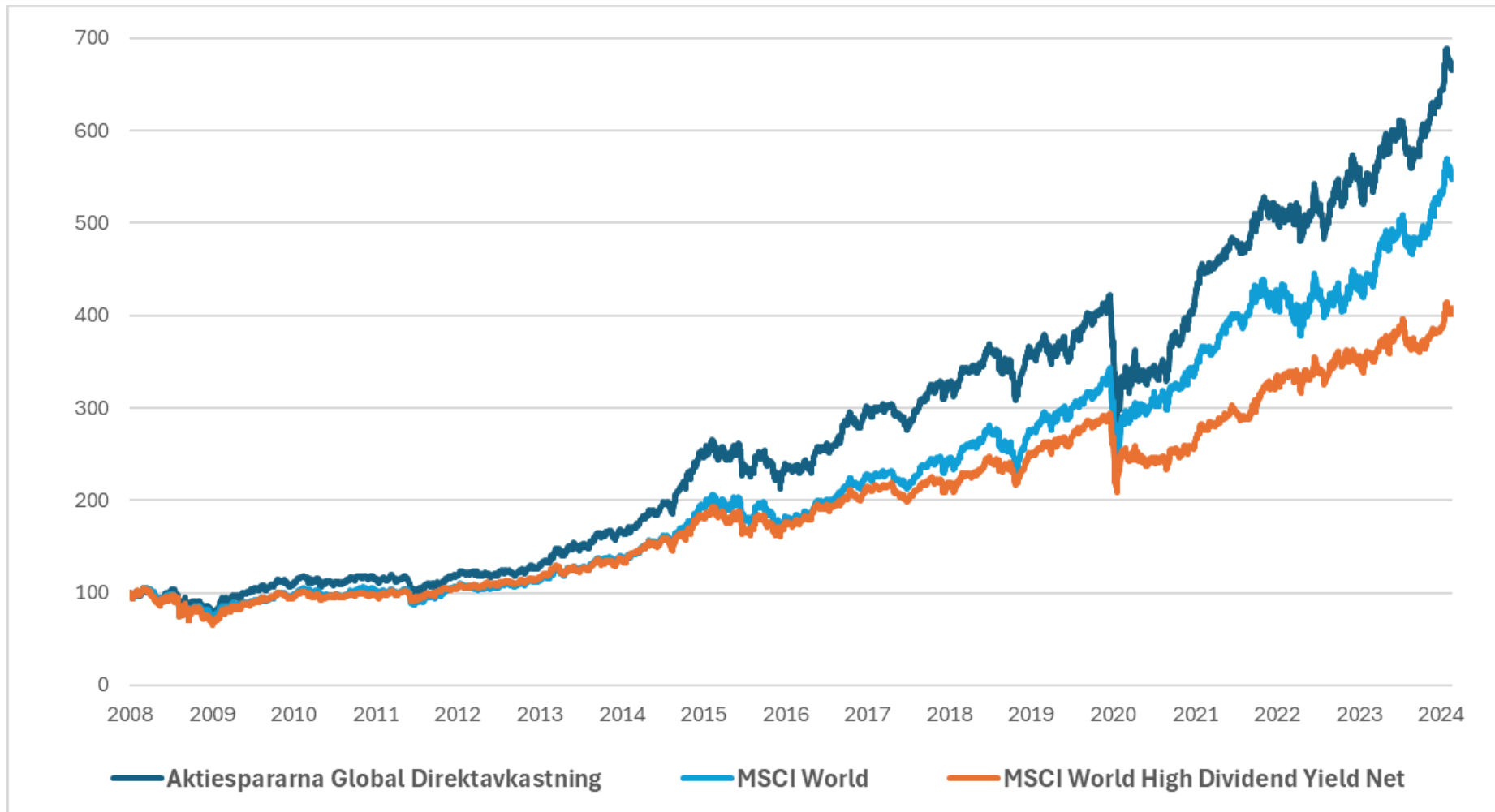
- Fondens innehav justeras för att nå en liknande regional exponering som MSCI World DM.



Sektorer

- Fondens innehav justeras för att nå en liknande sektorexponering som MSCI World DM.

Backtest, långt

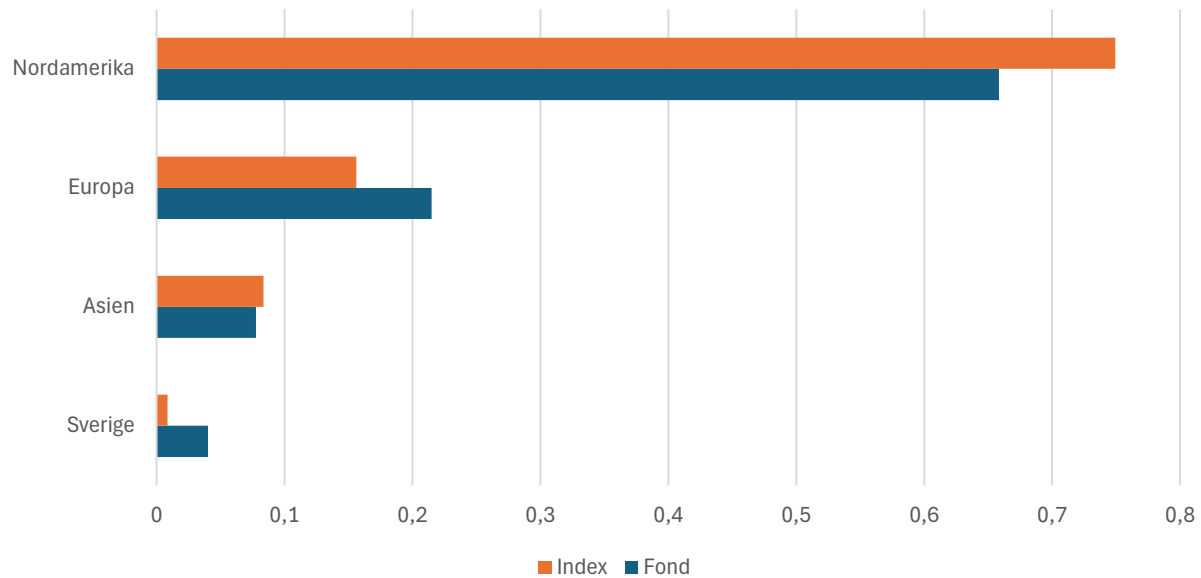


Största innehav

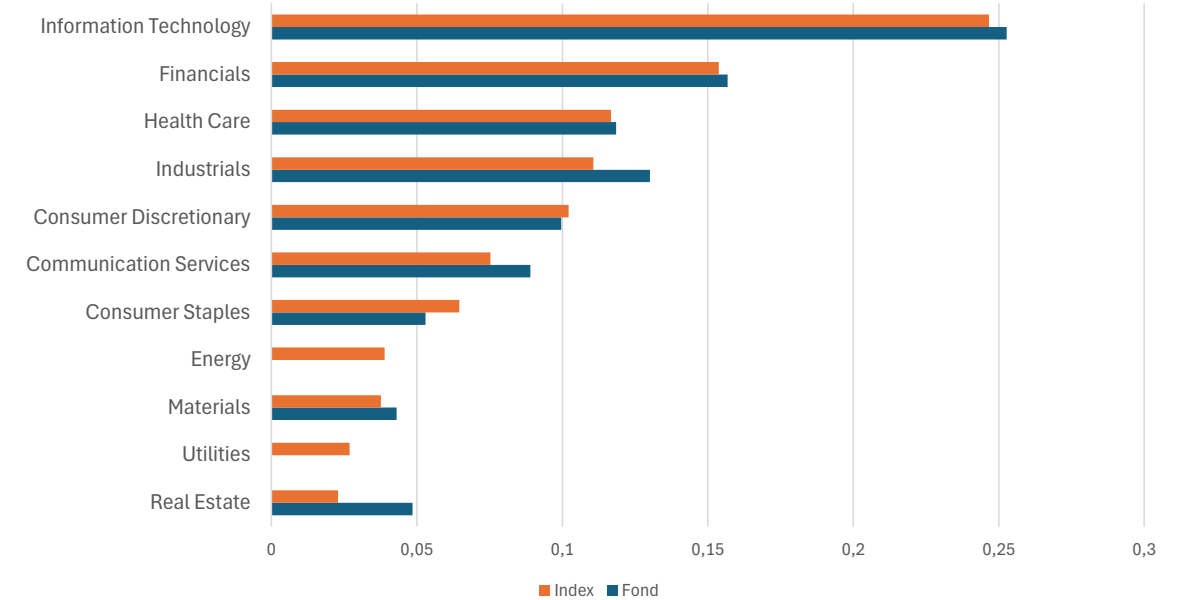
Värdepapper	Vikt
SYNCHRONY FINANCIAL	2,7%
CARREFOUR	2,4%
JABIL INC	2,2%
CARDINAL HEALTH	2,2%
DROPBOX INC	2,1%
TD SYNEX CORP	2,0%
HP INC	1,9%
MICROCHIP TECH	1,9%
ANNALY CAPITAL	1,9%
VIATRIS INC	1,9%
COMCAST CORP	1,8%
HCA HEALTHCARE	1,7%
NETAPP INC	1,7%
BANCO SANTANDER	1,7%
TRUECALLER AB-B	1,6%
EQUITABLE HOLDING	1,5%
NOMURA RESEARCH	1,5%
HENNES & MAURITZ B	1,5%
AMDOCS LTD	1,4%
ILLINOIS TOOL WORKS	1,4%

Allokering

Regionexponering

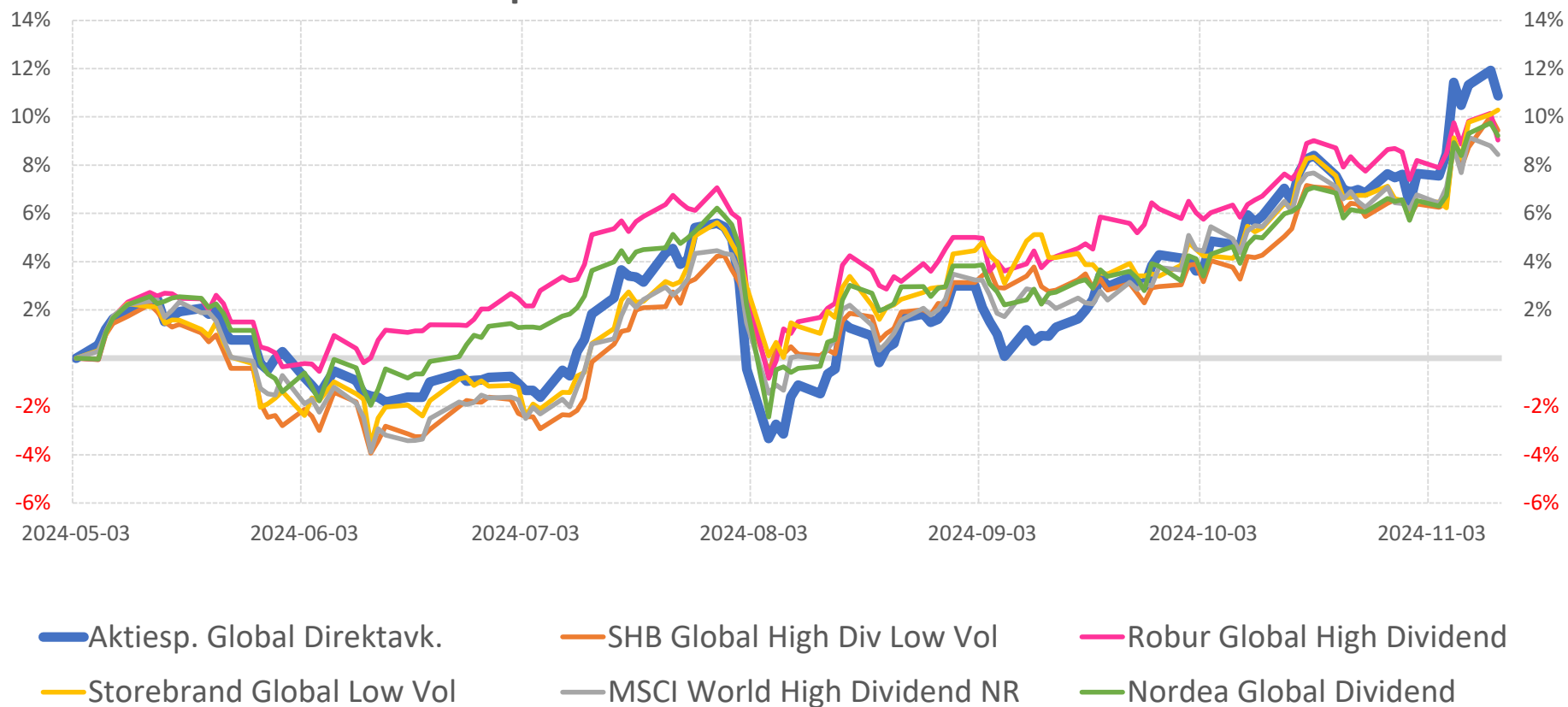


Sektorexponering



Fondens utveckling

Aktiesp. Global Direktavk. vs konkurrenter

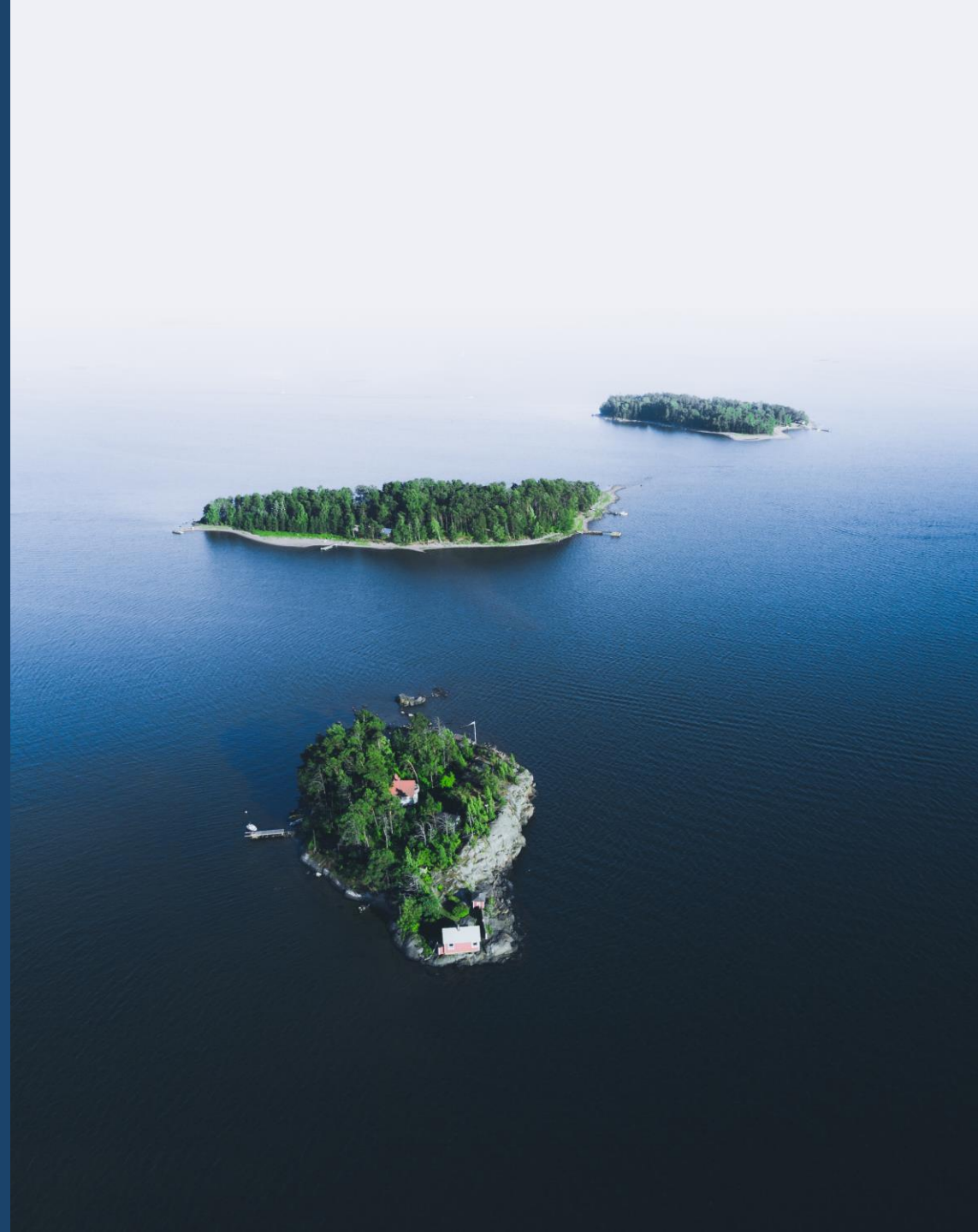




Aktiespararna Småbolag Edge

Vad är unikt med fonden?

- Aktiespararna Småbolag Edge är "Småbolag på riktigt"
- Upprepningsbar förvaltning – Bolagen väljs till dels med en kvantitativ modell med avseende på Lönsamhet, tillväxt och värdering (ca 70%).
- Resterande bolag ska vara unika case som väljs via fundamentalt analysarbete och bolagsmöten (ca 30%)
- Låg avgift enbart 0,3% i fast förvaltningsavgift.



Aktiespararna Småbolag Edge

Investeringsstrategi

- Fondens strategi är att utifrån kvantitativ urvalsmodell varje kvartal investera i Stockholmsbörsens mest spännande småbolag.
- Fonden investerar i ett femtiotal bolag som skall skapa en väldiversifierad portfölj med avseende på risk- och sektorexponering.
- Fondens målsättning är att över tid avkasta bättre än småbolagsindex och konkurrenter.
- Jämförelseindex: Nasdaq OMX Small Cap Sweden Index (NOMXSCEGI).



Kvantitativ förvaltningsmodell



Tillväxt

- Aktierna betygsätts på bland annat **historisk tillväxt** och **framåtblickande tillväxtestimat**.



Lönsamhet

- Aktierna betygsätts på lönsamhetsmått så som **avkastning på investerat kapital**.



Värdering

- Aktierna betygsätts på värderingsmått såsom **FCF-yield**.

Vad gillar vi hos bolag?

- Goda tillväxtförutsättningar
- Hög räntabilitet och lönsamhet – kvitto på kvalitet och effektivitet
- En sund affärsmodell – låg rörelserisk, lågt kapitalbehov & skalbar affär
- Hög vinstkvalitet – mynnar ut i kassaflöde
- Stark balansräkning – ökar möjligheterna och minskar risken
- Långsiktiga entreprenörer och ägare av kött och blod
- Sund värdering

"Småbolag på riktigt"

Bolag	Portföljen	Index	Diff
Swedish Orphan Biovitrum AB	0,0%	3,0%	-3,0%
Fastighets AB Balder	0,7%	2,9%	-2,2%
AAK AB	0,0%	2,7%	-2,7%
Sectra AB	0,0%	2,2%	-2,2%
Investment AB Latour	0,0%	2,1%	-2,1%
Lagercrantz Group AB	2,3%	2,0%	0,3%
L E Lundbergforetagen AB	0,0%	2,0%	-2,0%
Thule Group AB	2,7%	1,9%	0,8%
Sweco AB	1,7%	1,9%	-0,2%
Millicom International Cellular SA	2,4%	1,7%	0,7%
Fortnox AB	2,6%	1,6%	0,9%
Mycronic AB	0,0%	1,6%	-1,6%
Wihlborgs Fastigheter AB	1,5%	1,6%	-0,1%
Nordnet AB publ	1,2%	1,5%	-0,3%
Husqvarna AB	0,0%	1,4%	-1,4%

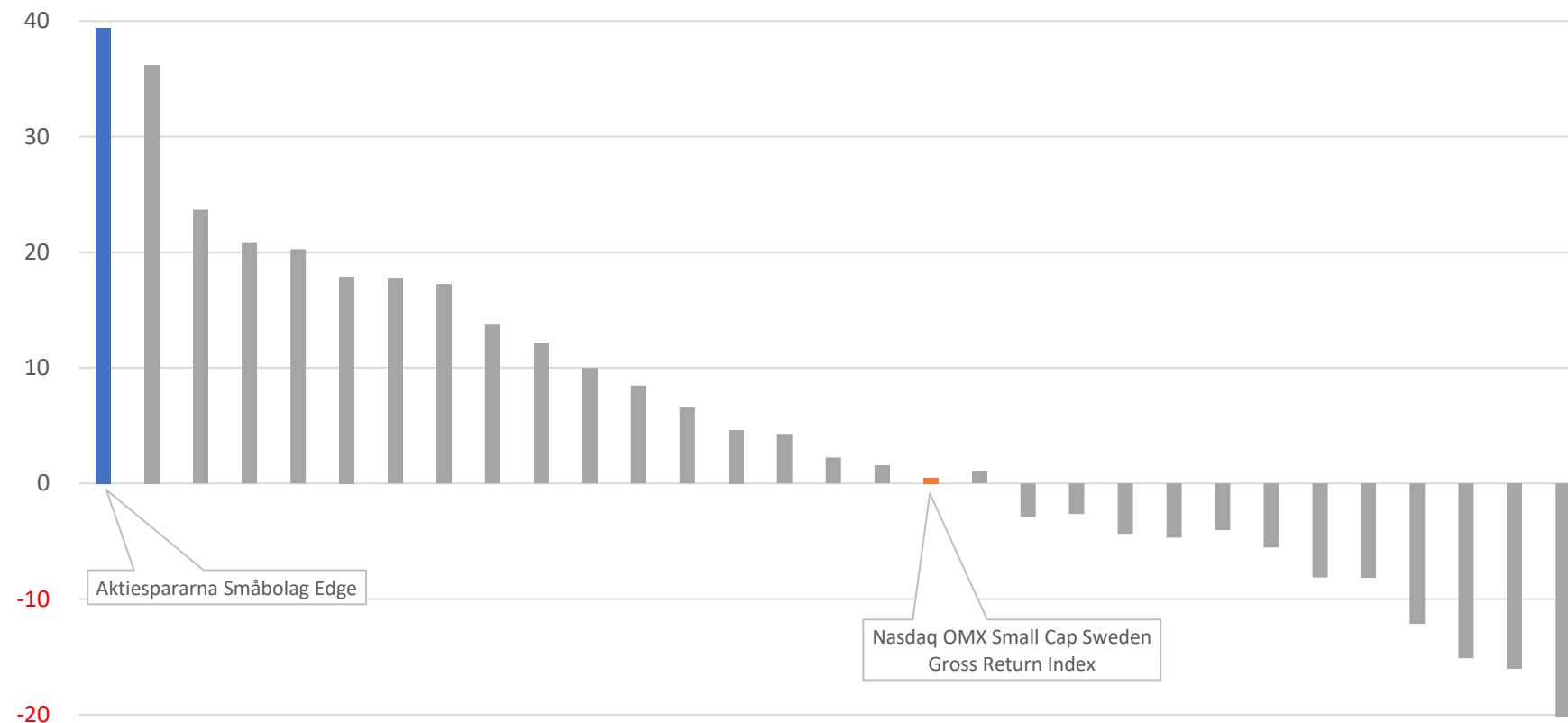
Fonden innehar endast 8 av de 15 största bolagen i Index

"Småbolag på riktigt" – Fondens största innehav

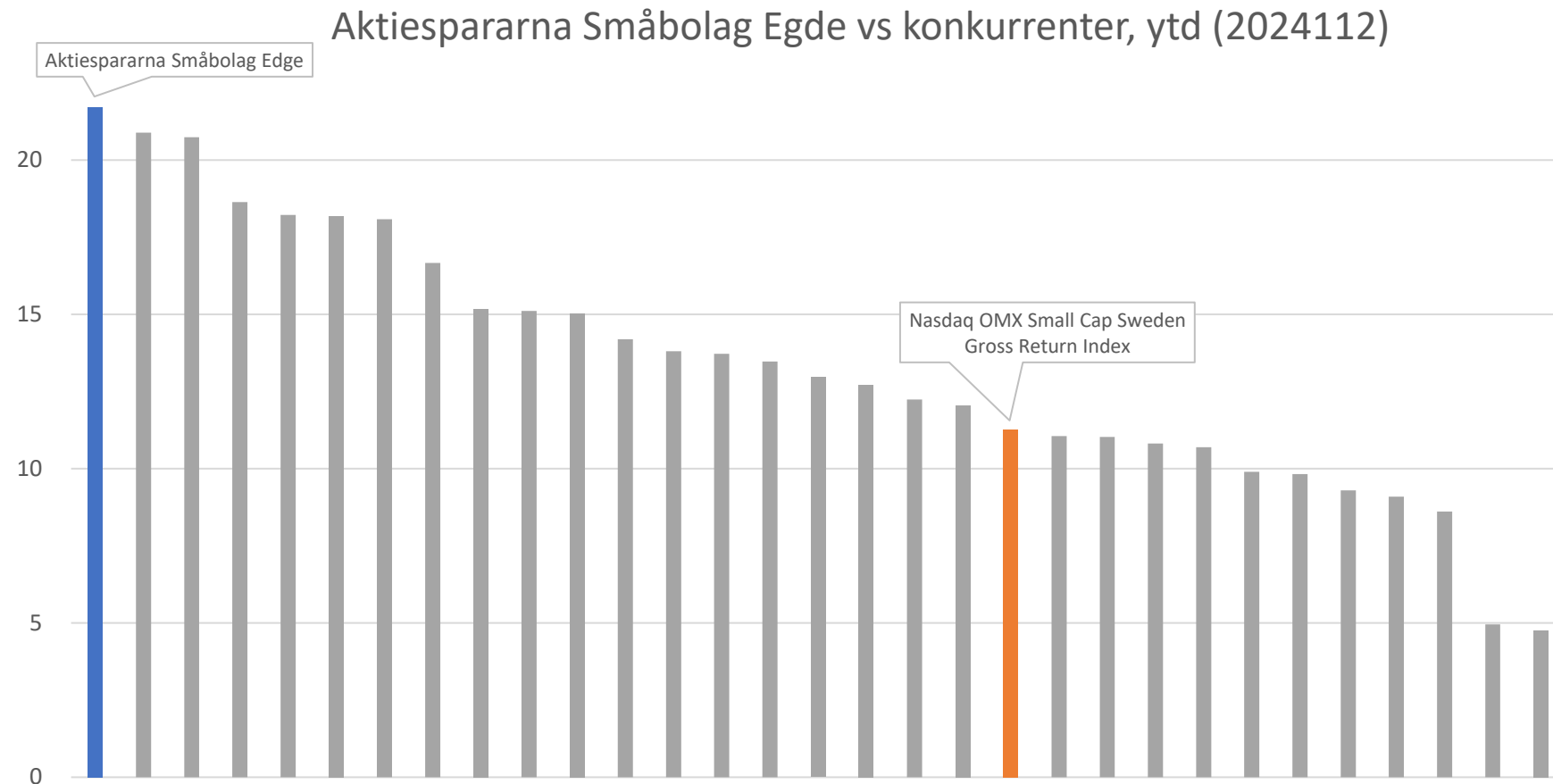
Bolag	Portföljen	Index	Diff
RaySearch Laboratories AB	4,0%	0,3%	3,8%
Storytel AB	3,9%	0,0%	3,9%
Hexatronic Group AB	3,2%	0,3%	2,8%
Vitec Software Group AB	2,9%	0,9%	2,0%
Camurus AB	2,8%	1,1%	1,8%
Truecaller AB	2,8%	0,4%	2,3%
Embracer Group AB	2,7%	1,4%	1,3%
Thule Group AB	2,7%	1,9%	0,8%
MIPS AB	2,6%	0,7%	1,9%
Fortnox AB	2,6%	1,6%	0,9%
Medicover AB	2,6%	0,6%	2,0%
AddLife AB	2,4%	0,8%	1,6%
BioGaia AB	2,4%	0,5%	1,9%
Beijer Ref AB	2,4%	0,0%	2,4%
Dynavox Group AB	2,4%	0,3%	2,0%

Fondens utveckling sedan start

Aktiespararna Småbolag Egde vs konkurrenter, sedan start 20210615-2024112



Fondens utveckling i år



Exempel på Bolag: Medicover

- Marknadsvärde: 27 md SEK
- Sjukvård och diagnostik i tillväxtländer
- Fokuserar på marknader med utbudsbrist (ex. Rumänien, Tyskland, Indien)
- Historik med stark exekvering
- Kommer ur en investeringfas
- Beläggning i Indien, Rumänien etc. kommer succesivt upp → driver tillväxt och marginalexpansion



Exempel på Bolag: Tobii Dynavox

- Marknadsvärde: 6,7 md SEK
- Bolag verksamt inom digitala språkhjälpmedel
- Man hjälper människor som inte kan kommunicera att kommunicera
- Produkter med ögonstyrning för de som inte kan röra sig
- Behovet är enormt. Idag är det bara 2 % av de som behöver hjälp som får det
- Fått fart på försäljningen med ny försäljningsstrategi: Sälja genom att utbilda



Exempel på Bolag: Raysearch

- Marknadsvärde: 6,8 md SEK
- Marknadsledande produkt: Raystation. Mjukvara för dosplanering för cancersjuka
- Enbart mjukvara – väldigt bra lön samhet
- Stor potential i Raycare som är ett administrationssystem för hela cancerkliniker
- Philips pinnacle end-of-life 2026 – många produkter ska bytas ut
- Uppdämt behov efter Corona – prioriterats bort
- Relativt trygg orderbok, inte massa luft som ex. Elekta



Exempel på Bolag: Camurus

- Marknadsvärde: 35,7 md SEK
- Mycket bra potential i Buvidal och Brixadi
- Lovande studieresultat in CAM2029
- "dyrt idag, billigt imorgon"



Exempel på Bolag: Truecaller

- Marknadsvärde: 16 md SEK
- 20% tillväxt 2025→, Ads-marknaden förbättras
- IOS18-uppdatering öppnar för ökad ARPU
- Förändrad produktmix bör påverkar investerares perception av bolaget (Truecaller Premium/Business)
- Starka kassaflöden, ~5% FCF-Yield



Exempel på Bolag: Hexatronic

- Marknadsvärde 8 md SEK
- Återhämtning – marknadsdata och peers indikerar att försäljning inom fiber bottnar ur
- Mer diversifierad försäljning än tidigare
- Stark marknadsposition
- Lång tillväxthorisont – låg marknadspenetration



Exempel på Bolag: Ambea

- Marknadsvärde: 8,5md SEK
- Politiska risken är överdriven
- Kraftigt ökande behov av bolagets tjänster
- Marginalexpansion finns framåt
- LTM FCF-Yield >17%
- 5-6% tillväxt framåt



CICERO  FONDER