

PERSPEKTIV

SUPERSCALING UNDER 2020-TALET OCH FRAMÅT

Superscaling under 2020-talet och framåt

Viktiga lärdomar

- *De globala teknikjättarnas dominans, med bolag som Apple och Microsoft i framkant, har lett till en exceptionell marknadskoncentration. Men detta fenomen är inte unikt ur ett historiskt perspektiv.*
- *När vi justerar för inflation och den globala ekonomins storlek, speglar dagens marknadsdominans samma koncentration som noterades på 1960-talet, då bolag som AT&T och IBM hade en liknande ekonomisk fördel.*
- *Trots att dagens teknikjättar är väl positionerade, särskilt med AI:s snabba framfart, står de inför utmaningar såsom ökade regleringar, geopolitiska skiften och snabbare teknologiska förändringar. För att behålla sin ledande position krävs därför anpassningsförmåga och ständig innovation.*
- *Vi betonar alltid vikten av långsiktighet. Genom att strategiskt exponera våra portföljer mot flera superscalers är vi väl positionerade för att dra nytta av deras snabba tillväxt och sammansatta värdeskapande.*

Av

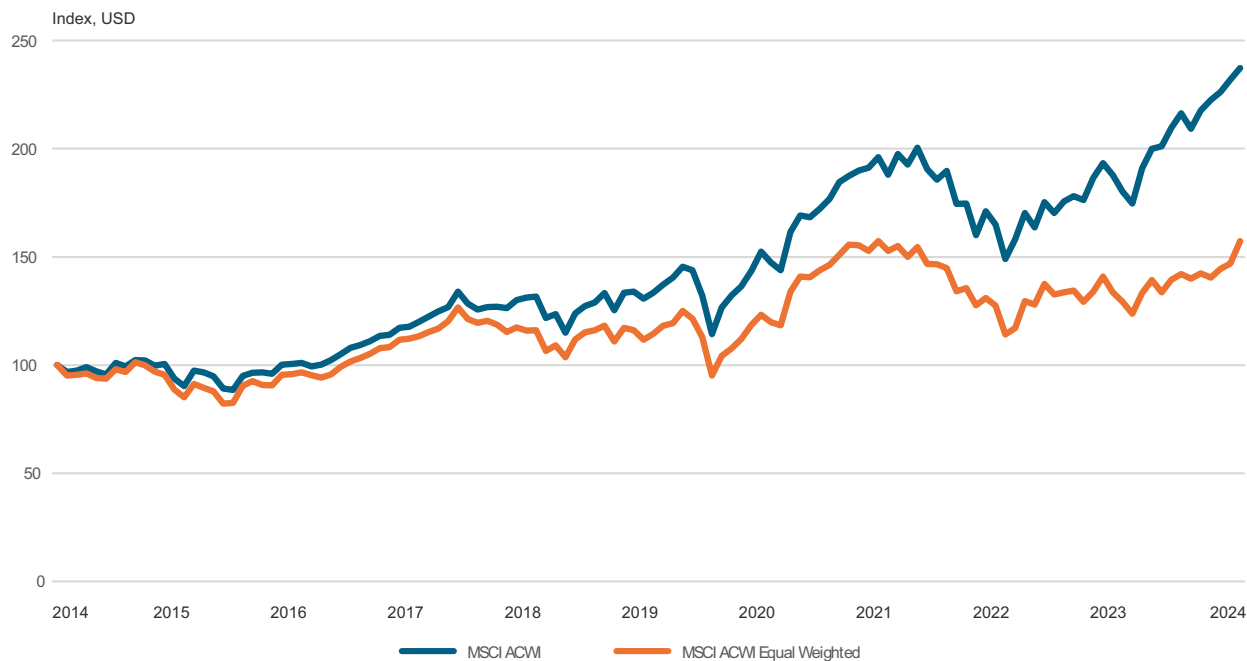


VD och portföljförvaltare Bo Knudsen
C WorldWide Asset Management



Senioranalytiker Marcus Bellander
C WorldWide Asset Management

Figur 1
Likaviktat index underpresterar dramatiskt



Källa: Bloomberg, september 2024 (Nettototalavkastning, 10-års månatliga data).

“Vi kallar dem “superscalers” på grund av deras förmåga att snabbt öka vinster från redan höga nivåer.”

Vi befinner oss i en exceptionell tidsepok. Världens största bolag når imponerande nivåer med ett växande antal börsnoterade bolag som uppnår marknadsvärderingar på en biljon USD eller mer. Apple nådde denna milstolpe 2018, och andra teknikjättar följde snart efter. Bolag som Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia och Tesla har tillsammans genererat 14 biljoner USD i marknadsvärde sedan 2010, med en genomsnittlig årlig avkastning på 24%. Dessa extraordinära värdestegringar för så stora bolag – vi kallar dem “superscalers” på grund av deras förmåga att snabbt öka vinster från redan höga nivåer – har haft en djupgående inverkan på aktiemarknaden.

Som illustreras i figur 1 har ett likaviktat globalt aktieindex presterat betydligt sämre än sin marknads-

viktade motsvarighet. Detta har lett till slutsatsen att MSCI World-index fungerar som en proxy för amerikanska teknikaktier. Dessutom innebär det att ett fåtal bolag nu representerar en betydande del av det totala börsvärdet, vilket ökar marknadskoncentrationen.

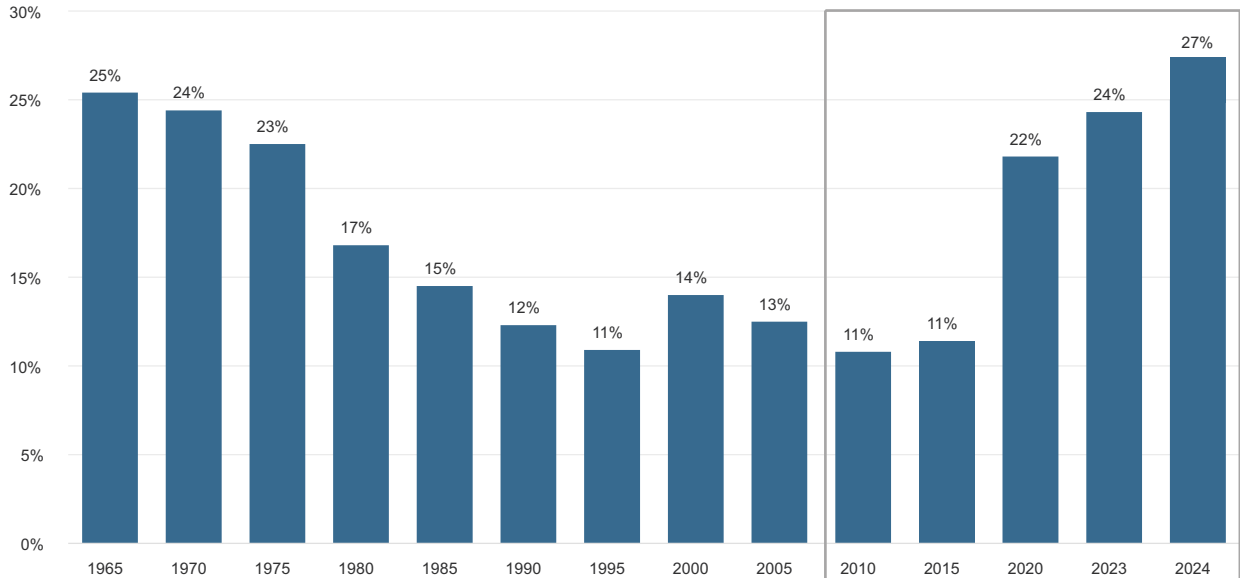
I detta perspektiv försöker vi svara på följande frågor:

1. Hur skiljer sig dagens marknadskoncentration från tidigare perioder?
2. Vad innebär det att bolag blir så stora att vi räknar deras marknadsvärden i biljoner?
3. Hur kommer marknadskoncentrationen att utvecklas under de kommande åren?

Figur 2

Hög andel men det har setts tidigare i modern historia

Indexvikt av de fem största bolagen i S&P 500



Källa: A Wealth of Common Sense, Bianco Research, Bloomberg, Fundamental Index Newsletter, S&P, september 2024.

“Åtta av de tio största bolagen 1960 fortsatte att prestera väl och förblev bland de tio största 1970.”

Vi baserar vår analys på S&P 500, då det har en längre historik än globala index som MSCI ACWI och detaljerad data är mer lättillgänglig.

Hur skiljer sig dagens marknads-koncentration från tidigare perioder?

För det första visar vikten av de fem största bolagen i S&P 500 mellan 1960 och 2024 att den nuvarande marknadskoncentrationen, även om den är hög, inte är utan motstycke – liknande nivåer observerades under 1960- och 1970-talen, se figur 2.

För det andra var bransch- och sektorexponeringen för de största börsnoterade bolagen mer diversifierad än idag. Tabell 1 visar att åtta av de tio största bolagen 1960 fortsatte att prestera väl och förblev bland de tio största 1970. Majoriteten var verksamma inom fysiska

Tabell 1

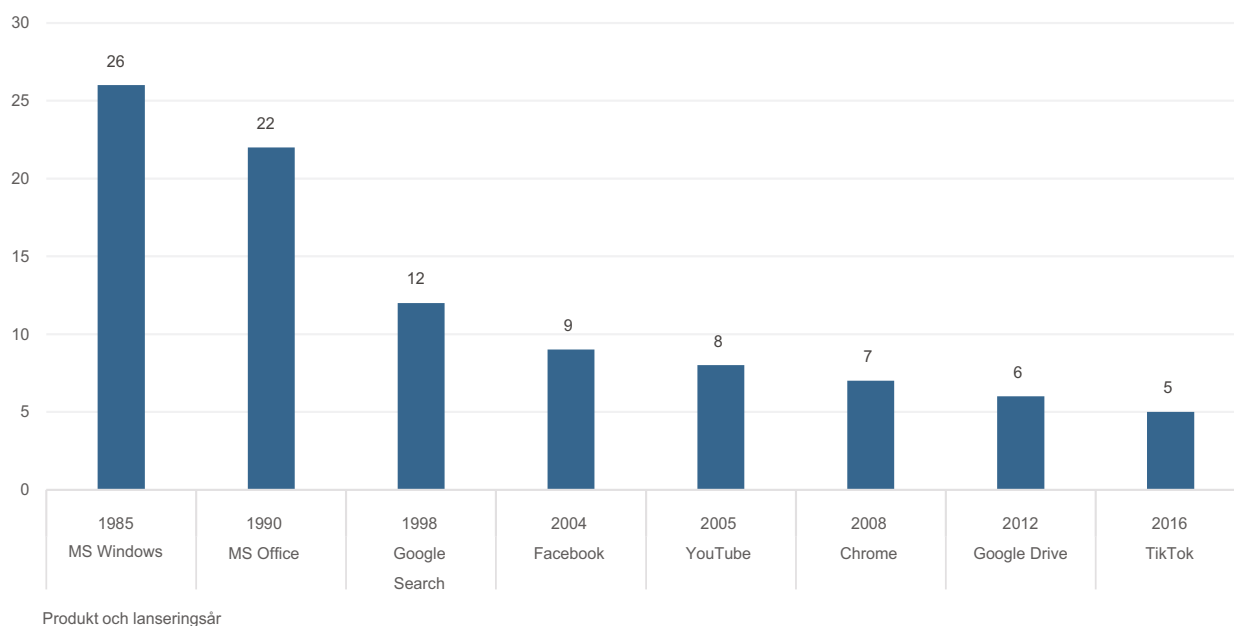
Topp 10 bolag efter marknadsvärde 1960 och 1970

Rank	1960	1970
1	AT&T	IBM
2	GM	AT&T
3	Dupont	GM
4	Exxon	Exxon
5	GE	Eastman Kodak
6	IBM	Sears Roebuck
7	Texaco	Texaco
8	Union Carbide	GE
9	Eastman Kodak	Xerox
10	Sears Roebuck	Gulf Oil

Källa: A Wealth of Common Sense, Bianco Research, Bloomberg, Fundamental Index Newsletter, S&P, september 2024.

Figur 3

År som krävs för att nå 1 miljard användare



Källa: Statista, Visual Capitalist, september 2021.

produkter, endast IBM var inom datorteknik. Idag är sex av de tio största bolagen framför allt inriktade på digitala produkter och tjänster.

För det tredje har tiden det tar att uppnå superscaler-status minskat avsevärt. År 1960 var det genomsnittliga topp-tio-bolaget 68 år gammalt, år 2024 är det 41 år. Världen tycks snurra snabbare idag än när Microsoft lanserade Windows på 1980-talet. Figur 3 illustrerar hur tiden för att nå en miljard användare har minskat drastiskt, vilket ytterligare understryker varför vi kallar den nuvarande generationens största bolag för superscalers.

Faktorer bakom snabbare marknadsdominans:

- **Informationsåldern och global frihandel**

En mer sammanlänkad värld möjliggör snabb spridning av nya idéer och produkter, vilket förstärker nätverkseffekter. Regulatoriska myndigheter har också svårare att hålla jämna steg med innovationstakten.

- **Mjukvara kontra hårdvara**

Idag erbjuder de största bolagen digitala produkter och tjänster som kan distribueras omedelbart, till skillnad från fysiska produkter som tidigare dominerade marknaden.

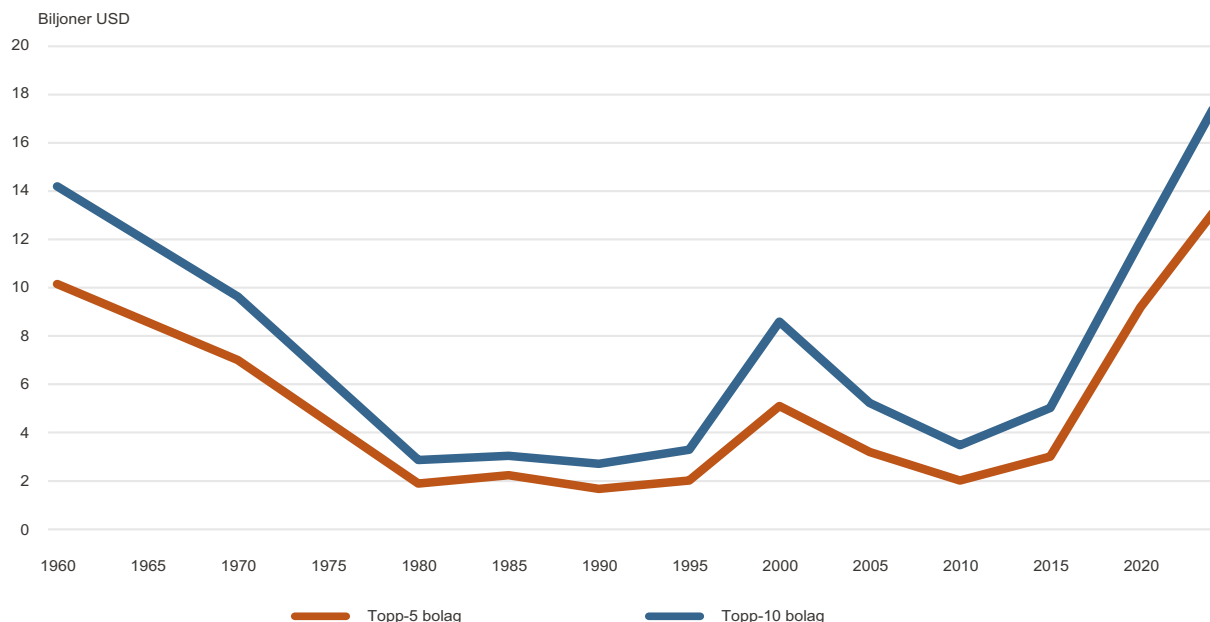
- **B2C snarare än B2B**

Direktförsäljning till konsumenter är vanligare bland dagens ledande bolag, vilket kan leda till snabbare marknadsacceptans för ny teknik. Det är ofta enklare att engagera en stor konsumentbas än att få bolag att ändra etablerad praxis.

Dessa faktorer har bidragit till att dagens största börsnoterade bolag har uppnått superscaler-status men det medför också risker. Med världen vid sina fingertoppar kan kreativa entreprenörer och mjukvaruutvecklare locka nästa generations konsumenter bort från dagens plattformar (till exempel Facebook vs. TikTok). Detta innebär att superscalers kan behöva återuppfinna sina affärsmodeller oftare än sina föregångare.

Figur 4

Börsvärde justerat för den nominella storleken på den globala ekonomin



Källa: A Wealth of Common Sense, Bianco Research, Bloomberg, Fundamental Index Newsletter, S&P, september 2024.

“Med världen vid sina fingertoppar kan kreativa entreprenörer och mjukvaruutvecklare locka nästa generations konsumenter bort från dagens plattformar.”

Vad innebär det att bolag blir så stora att vi räknar deras marknadsvärden i biljoner?

Trots uppmärksamheten kring bolag som passerar biljongränsen är en biljon USD inte lika betydande som tidigare. Inflation urholkar penningvärdet, och med åtta miljarder potentiella kunder är det lättare att generera högre intäkter än när världens befolkning var tre miljarder. Dessutom har realinkomsten per capita ökat, vilket ger konsumenter större köpkraft.

Genom att justera marknadsvärden för inflation och ekonomins storlek, visar vi att de största bolagen på 1960-talet var lika betydelsefulla relativt till ekonomin som dagens största bolag. Figur 4 illustrerar att marknadsvärdet för topp 5- och topp 10-bolagen, i relation till den globala ekonomin, var jämförbart på 1960-talet och idag. 1960 motsvarar AT&T nästan Microsoft idag när det gäller

justerat marknadsvärde. Bolag som GM, Dupont, Exxon, GE och IBM kan betraktas som dåtidens motsvarigheter till dagens värderingar på över 1 biljon USD. Under perioden mellan 1970-talet till 2020 var marknadsvärdena dock generellt lägre jämfört med ekonomin, där GE kring millennieskiftet var det enda undantaget.

Sammanfattningsvis ger tabell 2 en överblick över denna utveckling:

- Historisk jämförelse: Dagens marknadsvärden på en biljon USD är imponerande men inte utan historiskt motstycke.
- Bolagens beständighet: Bolag kan förbli bland de största under lång tid: IBM och AT&T var det i tre decennier, medan General Electric och ExxonMobil

Tabell 2

Modern aktiemarknadshistoria – topp 10 bolag under olika decennier

Rank	1960	1970	1980	1990	2000	2010	2020	2024
1	AT&T 2,71	IBM 2,22	IBM 0,48	IBM 0,4	GE 1,49	Exxon Mobil 0,57	Apple 2,87	Apple 3,45
2	GM 2,44	AT&T 1,63	AT&T 0,43	Exxon 0,4	Exxon Mobil 0,95	Apple 0,46	Microsoft 2,23	Microsoft 3,17
3	Dupont 1,93	GM 1,4	Exxon 0,42	GE 0,31	Pfizer 0,91	Microsoft 0,37	Amazon 1,84	Nvidia 2,98
4	Exxon 1,69	Exxon 1	Amoco 0,28	Philip Morris 0,3	Citigroup 0,9	Berkshire 0,31	Google 1,38	Amazon 1,75
5	GE 1,38	Eastman Kodak 0,74	Schlumberger 0,27	Royal Dutch 0,26	Cisco 0,86	GE 0,3	Facebook 0,87	Alphabet 1,75
6	IBM 1,26	Sears Roebuck 0,72	Shell Oil 0,22	Bristol-Myers 0,22	Wal-Mart 0,74	Wal-Mart 0,3	Tesla 0,66	Meta 1,24
7	Texaco 0,83	Texaco 0,58	Mobil 0,21	Merck 0,22	Microsoft 0,72	Google 0,3	Berkshire 0,58	Berkshire 0,84
8	Union Carbide 0,71	GE 0,52	Chevron 0,21	Wal-Mart 0,21	AIG 0,72	Chevron 0,29	J&J 0,53	Broadcom 0,8
9	Eastman Kodak 0,67	Xerox 0,41	Atlantic Richfield 0,18	AT&T 0,2	Merck 0,68	IBM 0,28	JP Morgan Chase 0,5	Tesla 0,72
10	Sears Roebuck 0,59	Gulf Oil 0,41	GE 0,17	Coca-Cola 0,19	Intel 0,63	P&G 0,28	Visa 0,48	Eli Lilly 0,69
Topp-5	10,15	7	1,89	1,67	5,11	2,02	9,19	13,1
Topp-10	14,2	9,64	2,87	2,7	8,6	3,47	11,94	17,39

Siffrorna visar börsvärde i biljoner USD.

Källa: A Wealth of Common Sense, Bianco Research, Bloomberg, Fundamental Index Newsletter, S&P, september 2024.

behöll sin position i över 50 år.

- Tidsepokens påverkan: Den rådande tidsandan påverkar vilka bolag som dominerar, idag är det bolag med immateriella tillgångar och digitala tjänster.
- Branschvariationer: Vissa sektorer, såsom finans och hälsovård, är mindre representerade i toppskiktet på grund av regleringar och nationella begränsningar.

Hur kommer marknadskoncentrationen att utvecklas under de kommande åren?

Historien visar att bolag kan förbli bland världens största i årtionden. De tio största bolagens vinster har ökat sjufaldigt sedan 2010, samtidigt som deras marknadsvärden har ökat elva gånger. Följaktligen

är vinsttillväxt den främsta drivkraften bakom marknadsvärdet och det finns inga tecken på en bubbla.

I en värld med färre fysiska begränsningar är det svårare än någonsin för etablerade bolag att behålla sin dominans. I en alltmer dynamisk miljö blir betydelsen av rätt mentalitet och företagskultur avgörande. Stora bolag förblir endast framgångsrika med en skicklig ledning som effektivt hanterar förändringarna.

Mentalitet framför materiella tillgångar

En nyckel till långsiktig framgång är ledningens förmåga att anpassa sig. Microsoft är ett exempel där VD Satya Nadella omvandlade bolaget från en Windows-centrerad mjukvaruleverantör till en molntjänstleverantör genom strategiska satsningar på Azure och Office 365:

- **Fokus på Azure**

Microsoft expanderade till molntjänster och erbjöd infrastruktur och plattformstjänster (PaaS), vilket möjliggjorde för utvecklare att bygga och underhålla applikationer.

- **Office 365 och SaaS-modellen**

Genom att övergå till prenumerationsbaserade tjänster skapade Microsoft ett omfattande ekosystem som bolag är beroende av, vilket genererar återkommande intäkter.

Mentaliteten är avgörande inte bara internt utan även i relation till regulatoriska förändringar. Med ökande statlig inblandning måste globala bolagsledare vara medvetna om förändringar i det regulatoriska och politiska landskapet för att undvika kostsamma misstag. Exempelvis sjönk Alibabas aktiekurs nästan 80% från topp till botten, delvis på grund av konflikter med kinesiska myndigheter.

Långsiktigt fokus

I en värld där kvartalsrapporter kan orsaka stora fluktuationer i aktiekurserna är det lätt att fokusera kortsiktigt. På C WorldWide betonar vi alltid vikten av ett långsiktigt perspektiv och föredrar förvaltarteams strategier för långsiktigt värdeskapande. Genom att bygga en stark bolagskultur, vara proaktiva inför förändringar och investera för framtiden kan bolag nå och behålla positionen som ett av världens största.

Figur 5 illustrerar detta genom att visa att den genomsnittliga åldern på bolagen i C WorldWide Global Equities är över 90 år, jämfört med ett genomsnitt på 52 år för bolagen i S&P 500.

Framtiden för superscalers

I denna digitala tidsepok förändras den fysiska och digitala världen snabbt. Att ha en flexibel mentalitet är

“Med ökande statlig inblandning måste globala bolagsledare vara medvetna om förändringar i det regulatoriska och politiska landskapet för att undvika kostsamma misstag.”



viktigare än någonsin, samtidigt som tålmod, ödmjukhet och strategisk framsynthet förblir centrala.

Artificiell intelligens (AI) förväntas spela en betydande roll i att skapa framtida marknadsvärde. Utmaningen för investerare är att identifiera nästa generation av affärsmodeller som bygger på AI-teknologier.

Ledande teknikbolag är medvetna om just detta. Mark Zuckerberg har sagt att “AI är kanske den viktigaste grundläggande tekniken i vår tid.” Bolag som Alphabet investerar aggressivt för att inte missa nästa teknologiska revolution. Och Alphabets VD Sundar Pichai uttryckte att “Vi befinner oss i ett tidigt skede av en transformativ era. För oss är risken för att underinvestera betydligt större än risken för att överinvestera.”

Vi befinner oss i en multipolär värld med strängare regleringar, vilket kan göra det mer utmanande att skapa biljonbelopp i marknadsvärde. Oligopol och nästan

“AI är kanske den viktigaste grundläggande tekniken i vår tid.”

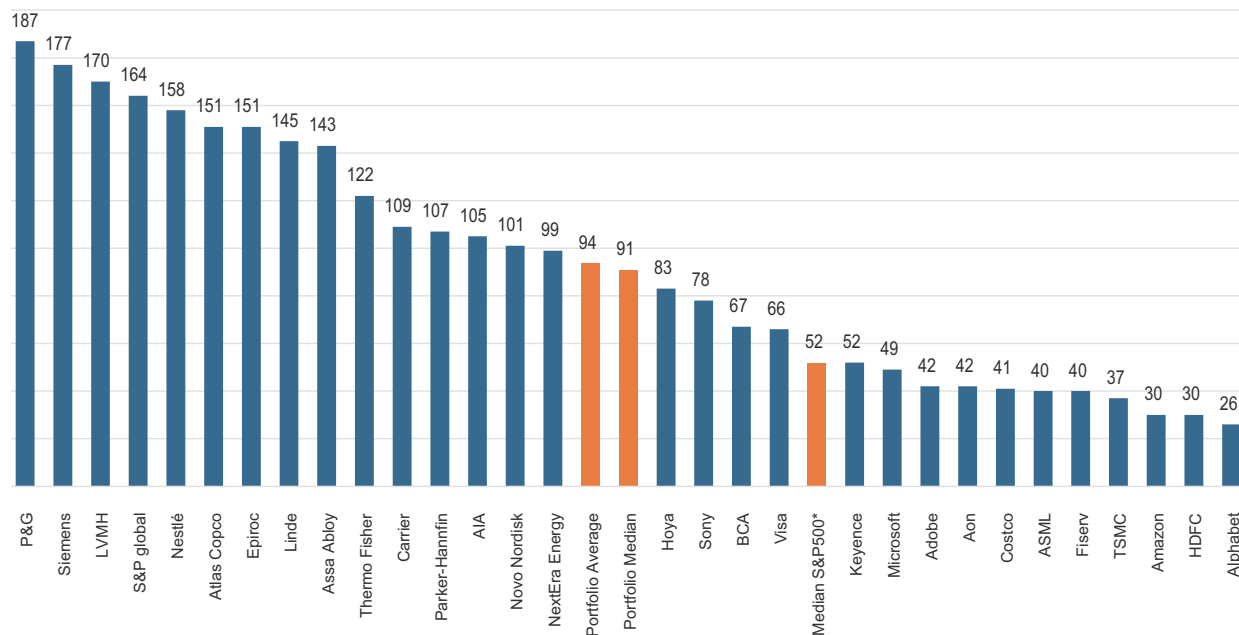
monopol har uppstått inom sektorer som sociala medier, molntjänster och halvledare, men ökad konkurrens och regulatoriska hinder kan göra det svårare att uppnå hög avkastning genom skalning.

Dessutom kan storleken i sig begränsa superscalers framtida tillväxt. Som tidigare nämnts har det totala marknadsvärdet för Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia och Tesla vuxit med i genomsnitt 24% per år mellan 2010 och 2024. Detta motsvarar nu 14% av global BNP och utgör 20% av det totala marknadsvärdet för MSCI ACWI. Om de fortsätter att växa i samma takt skulle deras samlade marknadsvärde bli oproportionerligt stort jämfört med global BNP inom tio år, vilket framstår som orealistiskt.

Figur 5

Tillväxtens hållbarhet

Hälften av företagen i vår globala aktiestrategi har överlevt två världskrig



Källa: C WorldWide Asset Management, juni 2024.

*“Vi befinner oss i en multipolär värld
med strängare regleringar.”*

Data är grundläggande för att AI ska kunna utvecklas, vilket gör molntjänster till en potentiellt lönsam affärsmodell. För startups är det effektivt att låta en stor molnleverantör hantera deras specifika LLM (Large Language Models). Detta ger tillgång till beräkningsresurser och verktyg såsom redan tränade modeller, dataanalys och lagring – allt genom en betalningsmodell baserad på användningsgrad. Molntjänster erbjuder således en infrastruktur för innovation.

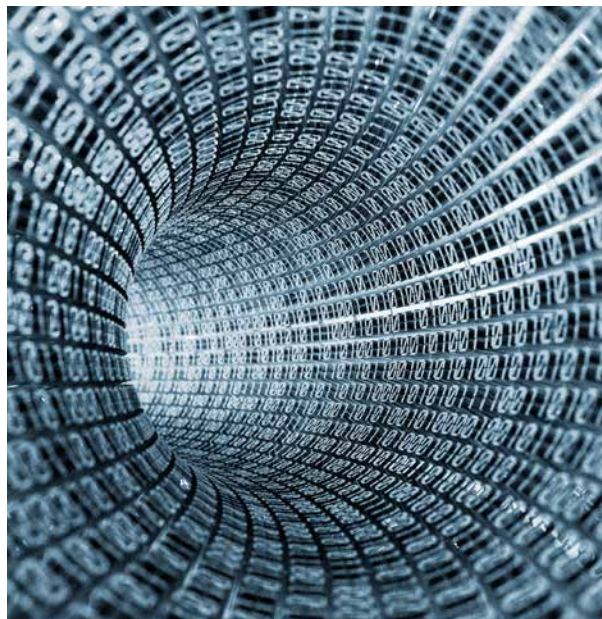
Microsoft uppger att de hanterar cirka 1 700 LLM:er för sina kunder, vilket ger dem möjlighet att dra nytta av den ökande användningen av AI och potentiella banbrytande applikationer utvecklade på deras plattform. Därför är de tre teknikjättarna Microsoft, Amazon och Alphabet, väl positionerade just nu. De fungerar som “spade och hacka”-leverantörer i AI-revolutionen och har goda förutsättningar att behålla sin dominans under resten av decenniet.

Slutlig reflektion

Historien visar att bolag kan förbli dominerande under årtionden, men ökande regleringar och en polariserad värld gör superskalning mer utmanande. Till skillnad från tidigare decennier, där fysiska produkter och infrastruktur dominerade, kräver den digitala eran snabbare anpassning och innovation.

Det är därför avgörande att fokusera på bolagens fundamentala styrkor, deras strategiska mentalitet och kultur för att effektivt anpassa sig till kontinuerlig förändring, oavsett om den drivs av interna eller externa faktorer.

I detta fascinerande skede av aktiemarknadens utveckling fokuserar vi på en selektiv investeringsstrategi med fokus på hållbar tillväxt, lägre risk och långsiktigt värdeskapande.



Detta är marknadsföringskommunikation. Fullständigt namn för fonderna omnämnda i detta dokument är C WorldWide – C WorldWide Global Equities. Investeringar i fondandelar är alltid förknippade med risk. Tidigare resultat ska inte tolkas som en prognos om framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. Denna publikation har upprättats av C WorldWide Asset Management Fondsmaeglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informations syfte och utgör inte, och ska inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckta är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE. För mer information, se respektive [PRIIPs KID](#) och [prospekt](#) på cworldwide.se.

Aktiva aktiefonder

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S är en fokuserad kapitalförvaltare. Vårt mål är att skapa konsistent, långsiktig värdetillväxt för våra kunder genom aktiv förvaltning av aktier på de globala aktiemarknaderna.

Våra kunder är främst institutioner, distributörer och partners. Vårt erbjudande består av diskretionära kapitalförvaltningstjänster och fonder.

Kombinationen av en unik investeringsfilosofi baserad på noggrann stock-picking och långsiktiga globala trender och ett stabilt och erfaret förvaltarteam har sedan starten 1986 resulterat i mycket goda investeringsresultat.

Läs våra insikter och perspektiv på cworldwide.se.

**C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S
DANMARK FILIAL I SVERIGE**

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm
Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · cworldwide.se · info.se@cworldwide.com

Q4 2024