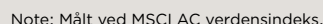


Investeringsbølge skaber indtjeningsboom

Hovedfaktoren bag årets kursstigninger på aktiemarkederne er den exceptionelle vækst i virksom-

hedernes indtjening, hvor den globale indtjeningsvækst forventes at stige med imponerende 34 pct. i 2026 (målt i USD). Sådanne vækstrater forekommer normalt kun lige efter en periode med økonomisk recession – som illustreret i figur 1. Det har været velbeskrevet, at opgangen på aktiemarkedet er stærkt koncentreret og drevet af investeringerne inden for AI, der har skabt enorme overskud hos et mindre antal af velpositionerede teknologi-virksomheder, særligt inden for halvlederområdet, og især inden for hukommelses- og GPU-chips. Femten virksomheder tegner sig for ca. 60 pct. af den samlede indtjeningsvækst, hvor mere end halvdelen af dem er relateret til halvlederindustrien med Samsung Electronics, Nvidia og SK Hynix i spidsen.

Et boom i virksomhedernes indtjening



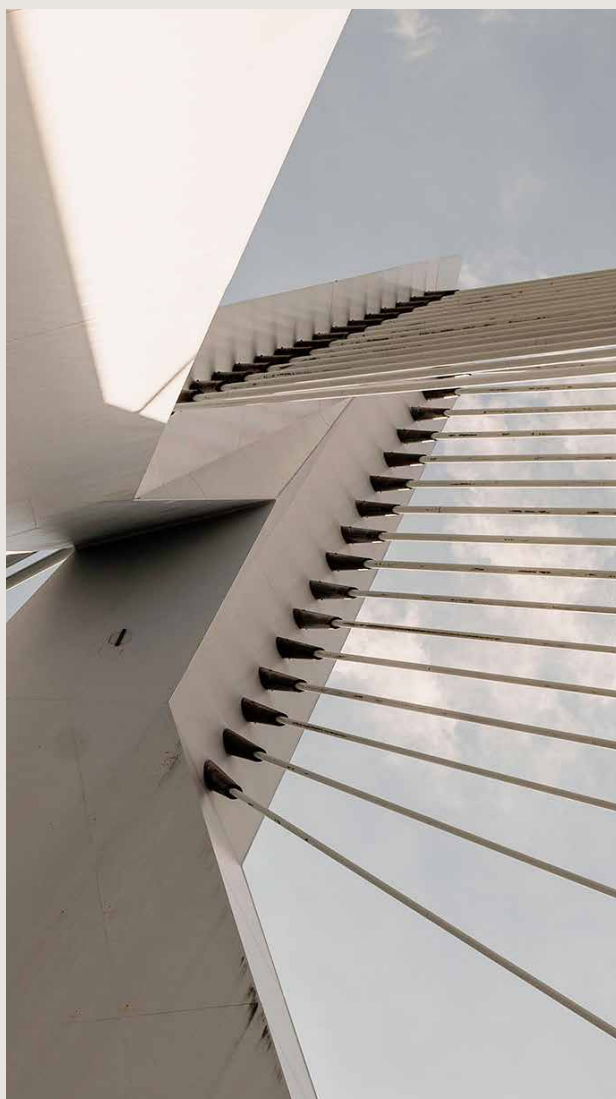
Kilde: FactSet, 30. september 2026.

Regnskabsalkymi

Vi har således et miljø, hvor indtjeningen boomer på grund af AI-investeringerne, mens de stigende obligationsrenter omvendt trykker den globale værdiansættelse ned til en p/e på omkring 18 gange den forventede indtjening i år. Dette er et fald på ca. 20 pct., hvor det globale aktiemarked samtidig er steget med knap 15 pct. (målt i USD,

“

Vi har således et miljø, hvor indtjeningen boomer på grund af AI-investeringerne, mens de stigende obligationsrenter omvendt trykker den globale værdiansættelse.



tallet er ca. 17 pct. i DKK). Et relevant spørgsmål er, om denne udvikling er holdbar? Udover den åbenlyse problemstilling om holdbarheden og varigheden af det nuværende meget ambitiøse AI-investeringsprogram, hvor de seks store IT-virksomheder (Alphabet, Amazon.com, Microsoft, Meta Platforms, Oracle og SpaceX) ifølge S&P Global forventes at investere 870 mia. USD i 2026 og tæt på 1.300 mia. USD i 2027, er det vigtigt at forstå indtjeningsdynamikken i dette investeringsboom.

En investeringscyklus har altid til at starte med en positiv, men kunstigt oppustet effekt på virksomhedernes samlede indtjening. Dette skyldes effekten af virksomhedernes regnskabsprincipper. Når en af de store IT-virksomheder (hyperscaler) beslutter sig for at investere 100 mia. USD i AI-infrastruktur, skaber dette en tilsvarende højmarginomsætning for udvalgte halvledervirksomheder (en mindre del af omsætningen tilfalder også andre sektorer). Og her er det i det nuværende miljø ikke usædvanligt, at nettomarginerne er på 60 pct. Når AI-investeringerne vokser med, lad os sige, 500 mia. USD på et år, skaber dette potentielt 300 mia. USD i yderligere profit til få virksomheder. Dette alene giver et stort étcifret procentuelt løft til den samlede globale indtjening, og dette uden at tage højde for de vigtige multiplikatoreffekter. En investering på 100 mia. USD er dog tilsvarende en udgift for hyperscaleren, men denne udgift aktiveres på balancen som et aktiv og afskrives typisk over 5 år. Så effekten på resultatopgørelsen er kun 20 mia. USD i det første år, og da investeringen skaber indtægter fra salg af AI-compute, bogfører hyperscaleren ligeledes et overskud. Dette er de forførende fordele ved et investeringsboom. Finansiell regnskabsalkymi, om man vil. Men efterhånden som investeringscyklen modnes, indhenter afskrivningerne gradvist realiteterne. I en investeringscyklus med et konstant investeringsniveau

“

En investeringscyklus har altid til at starte med en positiv, men kunstigt oppustet effekt på virksomhedernes samlede indtjening.

vil det således tage fem år, før matematikken så at sige vender fra at give medvind til at skabe modvind, men i den nuværende eksplosive investeringscyklus vil det tage lidt længere tid.

Det er vigtigt at bemærke, at disse afskrivningsprincipper hurtigt kan forkortes, hvis store teknologiske fremskridt gør de nuværende højt-ydende hukommelseschips eller GPU-chips forældede tidligere end den antagne 5-årige periode. Dette vil i så fald udløse behov for store nedskrivninger af aktiverne på balancerne. Dette er et område, som er stærkt debatteret for nuværende.

Så vi er i et miljø, hvor den rapporterede indtjeningsvækst er stærkt understøttet og afhængig af AI-investeringsboomet – som har løftet virksomheder inden for teknologihardware, kommunikationsudstyr, byggeri og halvledere. Denne udvikling vil sandsynligvis fortsætte i den kommende tid, hvor konsensus forventer en global indtjeningsvækst på 16 pct. i 2027. Historien er dog anderledes, hvis vi flytter perspektivet til frit cash flow (virksomhedernes frie kapitalstrømme).

“

Markedskoncentrationen har nået et historisk højt niveau, hvor de ti største AI-relaterede virksomheder i USA udgør mere end 40 pct. af den samlede aktiemarkedsværdi.

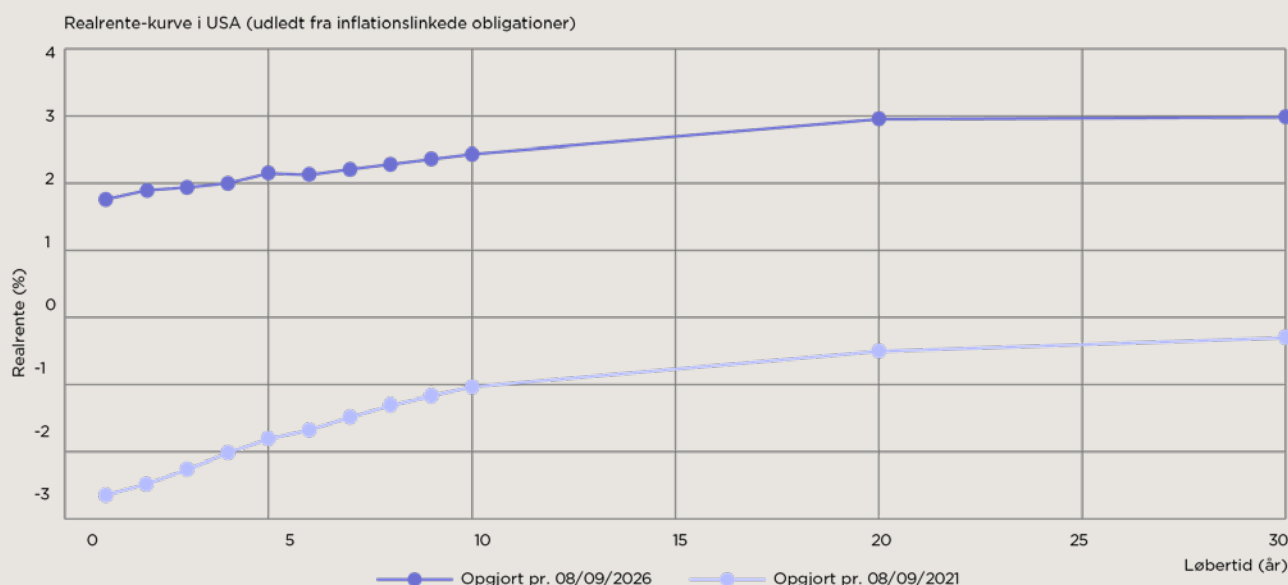
Her slår investeringsudgifterne øjeblikkeligt igenem, og hyperscalernes ellers høje frie cash flow falder nu dramatisk og er allerede blevet negativt for udvalgte. F.eks. har Amazon.com og Alphabet i år til sammen optaget gæld for 180 mia. USD.

Effekterne af højere renter

Historisk set har aktiemarkedene – før eller siden – altid været følsomme over for renteændringer og især stigende realrenter, som har været tilfældet de seneste 5 år, som illustreret i figur 2. For nuværende virker virksomhederne, der investerer i AI, til at være upåvirkede af stigende finansieringsomkostninger, hvor f.eks. Alphabet, Meta og Microsoft har fri adgang til kapital og påtænker

Figur 2

Dette markante skifte forventes ikke at gentage sig i de kommende fem år



Kilde: FactSet, 30. september 2026.

at investere endnu mere i, hvad der ligner et eksistentielt investeringskapløb.

Selvom AI-investeringer for nu er pris-uelastiske, er markedsconcentrationen nået et historisk højt niveau, hvor de ti største AI-relaterede virksomheder i USA udgør mere end 40 pct. af den samlede aktiemarkedsværdi i USA, jf. en analyse foretaget af Bank of America, som vist i figur 3. Vi ser dette som en risiko, da en stor del af disse værdier er knyttet til virksomheder, der i øjeblikket drager fordel ved at udnytte disse "flaskehalse" i AI-værdikæden. Flaskehalse, der før eller siden vil blive løst gennem større produktionskapacitet. Derudover stiger konkurrencen fra især billigere kinesiske alternativer, hvilket risikerer at underminere den nuværende høje afkastgrad på de førende amerikanske AI-modeller. Vores forventning er, at gevinsterne fra AI over tid vil tilfalde en bredere vifte af virksomheder, hvor eksempelvis de traditionelle platformvirksomheder er godt positioneret til at monetarisere gevinsterne ved AI i kraft af deres store, veletablerede kundebase.

Uden for AI-området er der en risiko for, at højere renter vil begrænse og fortrænge investeringer

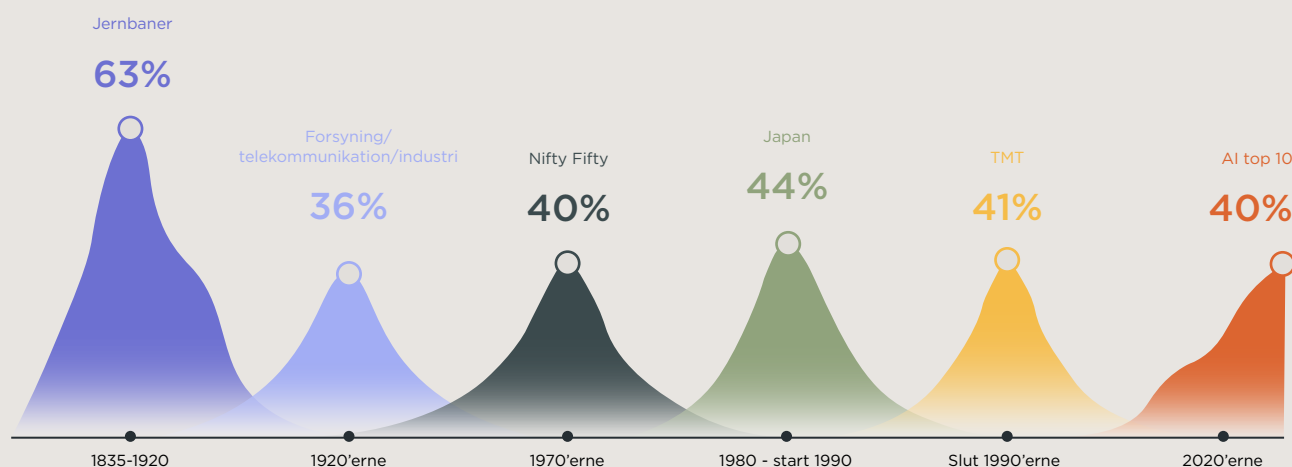
i andre dele af økonomien og dermed risikere at kvæle andre projekter med lavere forventet afkast. Den seneste rentestigning fra Fed signalerede en forståelse for vigtigheden af at holde den lange ende af rentekurven under kontrol. Situationen omkring Iran er en usikkerhedsfaktor, og en eller anden form for en løsning vil være en positiv begivenhed, der vil kunne få de stigende oliepriser til at falde tilbage og dermed dæmpe inflationsfrygten. De store ubalancer på statsbudgetterne er et vigtigt strukturelt problem, og temaet "Big Government" og regeringernes tiltag og indflydelse på de finansielle markeder er større end nogensinde. På længere sigt har verden dog brug for lavere, ikke højere, renter for at udbygge den digitale og industrielle infrastruktur, der er brug for i dagens geopolitiske flydende verden.

Investeringsimplikationer

Der er en risiko for yderligere fald i værdiansættelsen på aktiemarkedet, da højere renter relativt set gør obligationsaktiver mere attraktive, om end vi ser, at aktiemarkedet fortsat er understøttet af en stærk vækst i virksomhedernes indtjening. De vigtigste risici er fortsat inflationspres som konsekvens af de stigende oliepriser,

Figur 3

Aktiemarkedskoncentrationen når historisk højt niveau



Note: Målt ift. S&P500, dog Japan ift MSCI AC Verdensindeks.

Kilde: FactSet, 30. september 2026.

der presser obligationsrenterne op, samt mulige begyndende sprækker i AI-universet, herunder svækket tilgængelighed på risikovillig kapital og finansiering.

Vores langsigtede investeringstilgang klarer sig bedre i et miljø med lavere renter. Unikke virksomheder af høj kvalitet har oplevet betydelige fald i år, og nogle handles til værdiansættelsesniveauer, der ikke er set i de seneste ti år. Nogle af vores favoritområder er selskaber inden for

virksomhedsdata og -software med langvarige og loyale kunderelationer, selskaber med robuste forretningsmodeller med lang holdbarhed og en evne til at hæve priserne på deres produkter samt selskaber inden for elektrisk, industriel og forsvarsmæssig infrastruktur. Jeg synes, dette er fantastiske langsigtede muligheder – særligt når det virker usandsynligt, at modvinden til denne type langtidsholdbare selskaber fra realrenter, der er steget 3-400 bp de seneste fem år, vil gentage sig i de kommende år.

“

Vores favoritområder er selskaber inden for virksomhedsdata og -software med langvarige og loyale kunderelationer, selskaber med robuste forretningsmodeller med lang holdbarhed og en evne til at hæve priserne på deres produkter samt selskaber inden for elektrisk, industriel og forsvarsmæssig infrastruktur.



Bo Knudsen
Adm. direktør og Porteføljemanager
C WorldWide Asset Management

**C WorldWide
Asset Management
Fondsmæglerselskab A/S**

Dampfærgevej 26
2100 København

Tel.: +45 35 46 35 00
Web: cww.dk
Mail: cww@cww.dk

Dette er markedsføringsmateriale. Denne artikel er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Historiske resultater er ingen indikation for fremtidigt afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på www.cww.dk.