



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

MAJ 2024

Utblick

Halvledarindustrin - nyckelsektor för utvecklingen av artificiell intelligens

Månadens krönika:

"Jag har alltid haft en skräckblandad förtjusning till enmansband"

Utblick Maj 2024

Halvledarindustrin — nyckelsektor för utvecklingen av artificiell intelligens

I **Marknadskommentaren** konstateras att börserna stått emot bra i år, trots stigande räntor. Fokus har istället varit på vinstutvecklingen där bolagen återigen imponerar. Snart riktas blickarna åter till ränteutvecklingen och när räntorna väl vänder ned kan det bli rejäla rörelser.

I **Portföljstrategi: Rapportsäsongen visar på något svagare orderingång** bland de svenska börsbolagen, men många tror på en stark höst. Det tillsammans med historisk låg värdering talar för fortsatt god utveckling i vår nordiska aktieportfölj.

I **vår första Fokusdel går vi igenom halvledarsektorn**, en nyckelsektor för utvecklingen av artificiell intelligens.

I **Fokusdel två gör vi en djupdykning i geopolitik**, en joker som tenderar att skapa oro på marknaderna när man minst anar det.

Kristian Hahne blir i sin krönika lite orolig när han ser joggande jonglörer i stadstrafiken. Bättre då att fokusera på en sak och göra det bra. Det gäller inte bara inom idrotten eller musikens värld, utan även inom kapitalförvaltning.

Innehållsförteckning

Marknadskommentar— I väntan på lägre räntor _____	3
Taktisk Allokeringssindikator _____	5
Portföljstrategi — Stark höst väntas bland börsbolagen _____	6
Fokusdel I — Halvledarindustrin nyckel för utvecklingen av AI _____	9
Fokusdel II — Geopolitik, en joker i leken _____	14
Krönika— Hellre en hel orkester än ett enmansband _____	18

I väntan på lägre räntor

Trots stigande räntor har börserna stått emot bra i år. Fokus har istället varit på vinstutvecklingen där bolagen återigen imponerar. Snart riktas blickarna åter till ränteutvecklingen och när räntorna väl vänder ned kan det bli rejäla rörelser.

Det har varit ett tuffare börsklimat den senaste tiden med ihållande höga räntor och en ökad geopolitisk oro som stört marknaden. Det är framför allt de stigande amerikanska räntorna som dämpat riskviljan och i skrivande stund handlas en amerikansk 10-årig statsobligationsränta runt 4,60 procent, vilket är nära höstens toppnivåer. Trots det har börserna stått emot bra.

Rimligt att Fed avvaktar en sänkning

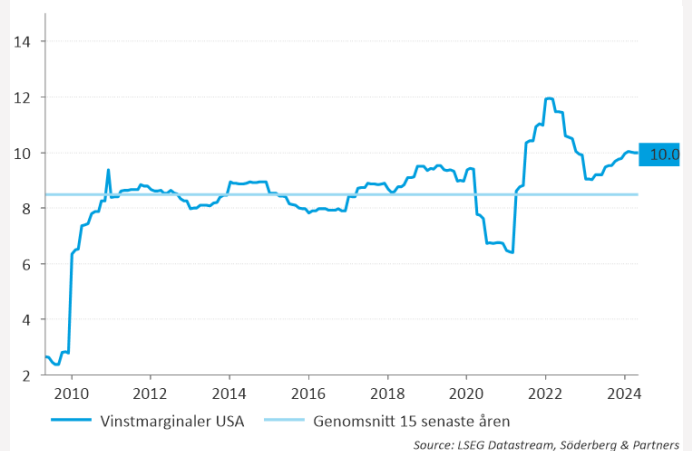
Om mycket talar för att Riksbanken och ECB ska sänka räntorna så är situationen mer prekär i USA. De senaste månaderna har det funnits indikationer på att amerikansk inflation faller i något långsammare takt.

Det är därför rimligt att räkna med att Fed kommer att avvakta något med att börja sänka. Marknadsprissättningen indikerar just nu knappa två sänkningar i USA innan årsskiftet, med en första sänkning i höst.

"Över tid är den starkaste drivkraften för aktiemarknaden vinstgenerering, inte låga räntor"

Att inflationsnedgången går långsammare i USA grundar sig i en stark amerikansk ekonomi och god efterfrågan. Utifrån ett börsperspektiv är det en stor skillnad jämfört

Vinstmarginalerna vänder upp igen



Nu när marknaden inte får stöd från Feds räntesänkningar i närtid är det viktigt att vinsterna och bolagens framtidsutsikter imponerar. Hittills har så varit fallet med amerikanska kvartalsrapporter som slagit både försäljnings- och vinstförväntningar.

med tidigare, då inflationen bland annat drevs av utbudstörningar från pandemi som sedan förvärrades av Ukrainakriget.

Vinstutveckling bär just nu marknaden

Nu när marknaden inte ser ut att få stöd från Feds räntesänkningar i närtid är det mycket viktigt att vinstutvecklingen och bolagens framtidsutsikter imponerar istället. Hittills har så varit fallet, med amerikanska kvartalsrapporter som slagit både försäljnings- och vinstförväntningar.

Även marginalutvecklingen fortsätter att imponera. Det gör att vi inte ser anledning att ändra vår marknadssyn, utan kvarstår med en övertikt mot aktiemarknaden även om räntesänkningarna ser ut att komma senare i USA.

Över tid är den starkaste drivkraften för aktiemarknaden trots allt vinstgenerering, inte låga räntor. Det är viktigt att påminna sig om det när oron ökar på grund av Feds förse- nade räntesänkningar.

Dramatisk men positiv rapportsäsong

Rapportsäsongen har varit mycket händelserik med väldigt stora kursrörelser i samband med rapportsläpp. Hittills har cirka hälften av S&P500 rapporterat där ungefär 80 procent av bolagen slagit vinstestimatet.

Mer specifikt steg till exempel Tesla med hela 12 procent, trots missade rapportestimat. Det marknaden istället tog fasta på var uttalanden från Elon Musk att bolaget ska börja producera en budgetmodell i början av 2025, tidigare än väntat.

"Exakt när räntorna börjar falla är svårt att säga, men vi vet att det kommer bli rejäla rörelser när det väl sker"

Samtidigt föll Meta (Facebook) med cirka 10 procent trots att vinstestimatet för första kvartalet fullständigt krossades. Med väldigt höga förväntningar på tillväxten är marknaden känslig för avvikelser från förväntansbilden och en något försiktig prognos straffade bolaget.

För andra kvartalet guidar Meta för intäkter mellan 36,5-39 miljarder dollar, vilket ger ett medeltal som är lägre än analytikernas förväntningar på 38,3 miljarder dollar.

Mer glädjande var då Alphabets (Google) och Microsofts rapporter som båda överraskade positivt inom molntjänster och överträffade vinstförväntningarna.

Det stora var att den första utdelningen i Alphabets historia presenterades om 20 cent per aktie, samtidigt som

Vår marknadssyn för 2024

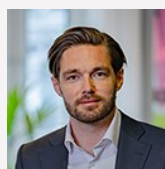
- Den globala tillväxten förbättras under året
- Lägre räntor gynnar börs och krediter
- Rapporterna för första kvartalet bekräftar bolagens styrka

återköp görs till ett värde av 70 miljarder dollar. Aktien belönades med en uppgång på 10 procent.

Då kan vi se en bredare börsuppgång

Att marknaden tagit sig igenom en period av stigande marknadsräntor räntor måste ses som ett styrketecken. Snart lämnar vi rapportsäsongen och marknads fokus kommer åter skifta tillbaka till ränteutvecklingen. Vi närmar oss nu höstens höga räntenivåer, men vi minns vad som skedde när räntorna väl vände ned. Börserna steg rejält och riskaptiten ökade betydligt.

Exakt när räntorna börjar falla är svårt att säga, men vi vet att det kommer bli rejäla rörelser när det väl sker. Till dess kan börsklimatet vara motigt men det gäller att hålla i tills räntenedgången kommer och göra sig redo för en bredare börsuppgång.



Marcus Tengvall

Ansvarig taktisk allokering

Taktisk allokeringsindikator

ALLOKERING	
Nordiska aktier	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/>
Globala aktier	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Räntor	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/>
Alternativa	<input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>

GLOBALA REGIONER	
Nordamerika	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/>
Europa	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Asien/Stillahavet*	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Tillväxtmarknader	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>

*utvecklade marknader

RÄNTOR - ALLOKERING	
Stat & Bostäder	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Investment Grade	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
High Yield	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/>

GLOBALA SEKTORER	
IT	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/>
Industri	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Kommunikationstjänster	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Kraftförsörjning	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Material	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Dagligvaror	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Sällanköpsvaror	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Fastigheter	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Hälsovård	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/>
Bank och Finans	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Energi	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>

RÄNTOR - EXPONERING	
Ränterisk	<input type="range" value="50"/>

VALUTOR		
USD	<input type="range" value="50"/>	SEK
EUR	<input type="range" value="50"/>	SEK
EUR	<input type="range" value="50"/>	USD

ALTERNATIVA	
Låg risk	<input type="range" value="50"/> Hög risk

Föregående betyg

Rapportsäsongen - något svagare ordergång

Rapportsäsongen för första kvartalet är i full gång och reaktionerna är i många fall kraftiga, åt båda håll. Av våra innehav mottogs ABB och Volvo positivt medan Kinnevik handlades ner i besvikelse över uteblivet återköpsprogram.

Ingen generell prispress hos bolagen

De stora som vi tar med oss hittills är den något svagare ordergången jämfört med ett rekordstarkt första kvartal 2023. Ledtider och kundernas lagersituation har nu normaliserats vilket är gynnsamt framåt.

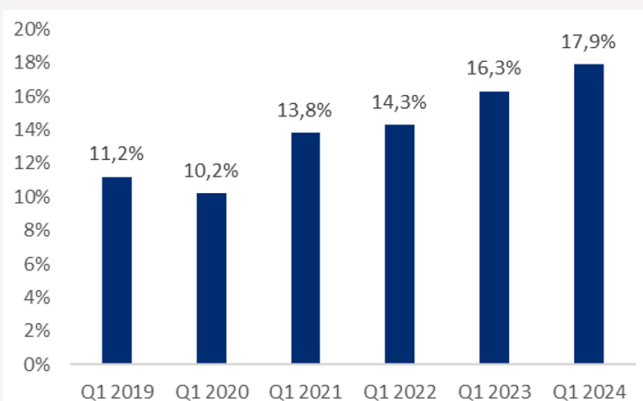
Flertalet bolag fortsätter att arbeta med sina kostnader vilket håller uppe lönsamheten på goda nivåer, dock är det något svagare än förra årets första kvartal.

Det finns ingen generell prispress trots de prisökningar som gått ut de senaste åren. Kassaflödena fortsätter förbättras, något vi bedömer kommer fortsätta under hela 2024.

ABB skördar frukterna av sin transformering

De flesta stjärnor står rätt för ABB efter senaste årens transformering. De frön som såddes under 2020, då Björn Rosengren tillträdde som VD, skördas nu flitigt och resulterar i en rekordmarginal på 17,9 procent under det första kvartalet. Bolaget bedömer att marginalen ökar även under innevarande kvartal.

"Kassaflödena fortsätter förbättras"



Den justerade rörelsemarginalen har ökat till 17,9 procent för det första kvartalet 2024 jämfört med 11,2 procent för samma kvartal 2019

Elektrifieringen syns i siffrorna

Det största affärsområdet, Electrification, med försäljning mot elektrisk infrastruktur och minskad energiförbrukning i fastigheter, noterar en justerad rörelsemarginal på 22,4 procent, även det ett nytt rekord. Den underliggande efterfrågan är fortsatt stark och ordergången hålls på höga nivåer. Ordergången minskar dock med fem procent jämfört med ett rekordstarkt första kvartal 2023.

Bolaget har de senaste åren blivit mer fokuserat i och med att verksamheter sålts och knoppats av. Återstående verksamheter har samtidigt decentraliserats med tydligt resultatansvar för dem som driver affären. Från och med första kvartalet har bolagets alla delar blivit "klara" för tillväxtstadiet efter att ha stabiliserats och blivit lönsamma.

Bra tillväxtmöjligheter framåt

Ett stort tillväxtområde för ABB framöver är transformeringen till ett mer modernt och uthålligt elnät. Att byta ut

och uppgradera gammal infrastruktur är en viktig del i den elektriska transformeringen som samhället står inför. Exempelvis planerar USA att gräva ned 45 000 mil kablar under marken för att stabilisera elnätet. Där har ABB med sin ledande position en stor potential att vinna affärer.

Bolaget väntas öka sin omsättning med tre procent och det justerade rörelseresultatet med tio procent under 2024.

Kinnevik ökar transparensen

Det har stormat en längre tid kring Kinnevik och bolaget har ifrågasatts av många. Strategin med att investera i tillväxtbolag har dömts ut. Bolaget har bland annat beskjutts för att ägna sig åt kapitalförstörelse och att inte vara transparent rörande innehaven.

I och med rapporten för första kvartalet ökar Kinnevik transparensen kring innehaven ganska ordentligt. Detta görs genom att ge mer information kring de större "kärninnehaven". Bolaget motiverar varför de ägs och varför de tror på dem samt beskriver vad de har för verksamhet.

Kontantutdelning men inga återköp

Inför rapporten spekulerades det livligt kring vad Kinnevik ska göra med den stora kassan efter att ha ingått avtal om försäljning av sitt Tele2-innehav. Krav på återköp av aktier har kommit från många håll.

Argumenten för återköp har i huvudsak varit att aktien handlas till stor substansrabatt och att man genom återköp kan köpa de tillgångar man redan investerat i, till rabatt. På så sätt visar man också att man tror på befintliga innehav.

Bolaget valde att inte söka mandat för återköp på kommande bolagsstämma. I stället föreslås en utdelning av halva Tele2-likviden och att resten avsätts till investeringar i befintliga och nya innehav.

Återköp av aktier kan vara effektivt och värdeskapande om det används på rätt sätt. För att det ska vara framgångsrikt ska aktiekursen vara på attraktiva nivåer men det har också visat sig att kontinuerliga återköp under lång tid är

det som skapar mer bestående värden.

Investeringar i bolag i tidigt skede

Kinnevik anser vi är ett Venture capital-bolag, dvs ett bolag som investerar i bolag i tidigt skede. Med det kommer att de enskilda investeringarna är förenade med hög risk. Detta har under lång tid varit kännetecknande för Kinnevik. Bolaget har haft stora visioner som i det kortare perspektivet dömts ut men som i det lite längre perspektivet visat sig vara "rätt".

Det som ofta kommer i skymundan är att Kinnevik har gjort en hel del investeringar som genererat mycket bra avkastning. Att vissa investeringar går snett är naturligt för verksamheten. Bolaget har dock alltid sett till att vara väl-

Bolag	Investeringsår	Investerat	Värde	Avkastning
Mews	2022	856	1,061	25%
Spring Health	2021	2,453	3,894	60%
Cityblock	2020	933	2,338	150%
Pleo	2018	770	3,405	340%
TravelPerk	2018	936	2,336	150%

Kinneviks kärninnehav och dess avkastning

kapitaliserat för att kunna fortsätta investera.

Bolagets framtida utveckling är främst beroende av hur "kärninnehaven" utvecklas och hur väl de lyckas med investeringar i och försäljningar av sina innehav framöver. Vi bedömer att det är för tidigt att döma ut Kinnevik.

Solid rapport från Volvo

Volvo levererade en stark och solid rapport för första kvartalet, bättre än marknadens förväntningar.

Orderingången håller uppe väl och den justerade rörelsemarginalen kom in på 13,8 procent, vilket är över det finansiella målet om 10 procent över en konjunkturcykel.

Bolaget har fortsatt en mycket stor kassa (cirka 45 mdr efter utdelningen) trots investeringar i omställning till elektrifierade fordon.

Lyckas bolaget fortsätta hålla en hög orderingång och lönsamhet är chanserna goda att bolaget får en varaktigt

högre värdering.

Bolagen tror på bättring till hösten

Förutsättningarna de senaste åren har varit tuffa på flera sätt för den globala ekonomin och för företagen. Räntorna har stigit markant, inflationen har varit uppe på höga nivåer, konsumentförtroendet försvagats etc.

Trots dessa negativa faktorer har företagen generellt sett klarat situationen bra. Inte minst har de hållit uppe marginalerna.

Mycket tyder nu på att vi går mot räntesänkningar med start i maj eller juni och att konjunkturen närmar sig någon form av botten. Detta korrelerar väl med bolagens egna prognoser där många ser fram emot det andra halvåret, då efterfrågan väntas förbättras.

Realiseras detta scenario finns det gott hopp om att bolagen i vår nordiska aktieportfölj utvecklas väl fundamentalt och fortsätter skapa värden. Detta kombinerat med att Stockholmsbörsen värderas under sitt fem- och tioårssnitt talar för en fortsatt god börsutveckling.

Faktaruta: Huvudslutsatser från rapporterna

- Orderingsången något svagare jämfört med det rekordstarka första kvartalet 2023
- Ingen generell prispress
- Kassaflödena fortsätter förbättras



Fredrik Lundqvist

Förvaltare Nordiska enskilda aktier



Alexander von Wachenfeldt

Analytiker Nordiska enskilda aktier

FOKUSDEL I

Halvledarindustrin - nyckelsektor för utvecklingen av AI

Q1XXG4-P V1.1

Nyckelsektor för utvecklingen av AI

Halvledare är en central del i dagens teknologiska utveckling. De finns i allt från bilar, datorer, mobiltelefoner, och hushållsapparater till medicinsk utrustning, försvarsmateriel, serverhallar och kommunikationsnät. Idag är de dock mer omtalade än på länge, då de mest avancerade halvledarna är helt nödvändiga för att köra och utveckla AI. Därför djupdyker vi i hur halvledarindustrin ser ut, hur dess värdekedja är uppbyggd och hur AI-utvecklingen väntas påverka halvledarindustrin framöver.

Ordet halvledare används ibland synonymt med chip och integrerade kretsar. Tekniskt sett är halvledaren själva materialet, ofta kisel, som de integrerade kretsarna eller chippen är gjorda av. För att inte göra det onödigt tekniskt invecklat kommer vi dock använda begreppen synonymt.

Halvledarindustrin har en fascinerande historia. Industrins födelse kan spåras ända till 1874, då Karl Ferdinand Braun uppfann likriktaren, en elektronisk krets som används för att konvertera växelström (AC) till likström (DC).

Industrins framfart växlade upp i och med att den första transistorn utvecklades 1947, men det var först i slutet av 1950-talet som utvecklingen verkligen tog fart med framväxten av integrerade kretsar. Dessa kretsar var små och lätta, och sedan dess har utvecklingen varit enorm.

Idag hittar vi halvledare i de flesta apparater. Framtiden kräver fler och mer avancerade halvledare, bland annat till den ökade användningen av AI och nästa generations mobilnät. Halvledarna blir allt bättre på att utföra beräkningar,

vilket skapar förutsättningar för självkörande bilar, mer effektiva sjukvårdsdiagnoser och uppkopplade robotar inom industrin.

Majoriteten av aktörerna inom halvledarindustrin finns i USA och Asien, men det finns några lysande undantag. Holländska ASML producerar världens mest avancerade maskiner för halvledartillverkning och Cambridge-baserade ARM är specialiserade på halvledare i små enheter som mobiltelefoner. Senare kommer vi beskriva var dessa och många andra mer eller mindre kända bolag befinner sig i värdekedjan.

Industrin har sett en tydlig specialisering

Fram till 1980-talet var industrin i stor utsträckning vertikalt integrerad. Det innebär att halvledarbolag kontrollerade hela tillverkningsprocessen själva, från design till att äga och operera sina egna fabriker, att testa chippen och att paketera dem, med mera. På den tiden var bolagen vad som idag kallas för "integrerade enhetstillverkare", eller IDMs.

Eftersom dessa IDMs hade kapacitet över så öppnades möjligheter för mindre bolag att designa halvledare utan att själva producera dem, och affärsmodellen som kallas för "fabless", som kommer från engelskans fabrication less, alltså utan tillverkning, var född.

Fabless-bolagen designar och säljer alltså chip, men outsourcar produktionen av dem till andra tillverkare. Det första fabless-bolaget grundades 1981 och hette LSI Computer Systems. Det ägs idag av Broadcom, som i skrivande stund är världens elfte största bolag sett till marknadsvärde.

Idag outsourcas produktionen inte främst till IDMs, som även designar sina egna chip, utan istället till så kallade "foundries", eller gjuterier. Foundries är företag som inte

har någon egen utveckling av halvledare, utan istället specialiserat sig på produktion och paketering av dem. Även om paketering är det begrepp som används inom branschen så är det långt mycket mer avancerat än vad ordet får det att låta. Världens första dedikerade foundry, taiwanesiska TSMC, grundades 1987 och är överlägsen marknadsledare.

Grunderna för tillverkningsprocessen

Att producera de mest avancerade halvledarna är en svår process, som i sin tur kräver mycket avancerad utrustning. Denna utrustning görs framför allt av holländska ASML, världens största leverantör av litografiutrustning för halvledarindustrin.

Sättet man tillverkar halvledare på är, väldigt förenklat, genom att använda ljus för att stansa in ett visst mönster på en extremt tunn skiva kisel. Nästan alla halvledare görs med ASML-maskiner, då de har specialiserat sig på just detta.

Dessutom är de världens enda tillverkare av utrustning för "Extrem Ultraviolet Litografi" (EUV), som används för att producera de mest avancerade chippen. ASML har levererat totalt 140 EUV-system och ett sådant system kostar cirka 200-300 miljoner dollar, vilket säger en del om hur avancerad processen är.

ASML-systemen används sedan av bolagen som tillverkar halvledare, såväl IDMs som foundries. Världens klart största foundry är TSMC, med en marknadsandel på 61 procent. Som nämndes tidigare är paketeringen en sak som särskiljer TSMC från konkurrenterna. Inom detta begrepp ryms processen för hur man stänger inne chippen och sätter in elektriska anslutningar som krävs för att chippen ska fungera i diverse elektronik. Inom detta område har TSMC nästan 3 000 patent, vilket såklart kan låta enormt mycket för ett företag som "bara" producerar saker baserat på andra företags design.

Produktionen sker framför allt i Taiwan, och detta blir tydligare ju mer avancerade chip man undersöker. Landet står

för omkring 60 procent av den globala halvledarproduktionen, men omkring 90 procent av produktionen av de mest avancerade halvledarna.

Detta utgör en tydlig risk i och med Kinas hotfulla inställning till Taiwan, vilket har lett andra länder till att göra stora investeringar i inhemsk halvledarproduktion. Exempelvis har USA lagstiftat om totalt 39 miljarder dollar i subventioner samt skattelättnader för att bygga halvledarfabriker i USA.

Rätt design är av största vikt

När det gäller bolagen som designar halvledare finns det två grupper, dels IDMs som även producerar halvledarna som de designar, och dels fabless-bolagen som endast designar chippen men sedan outsourcar produktionen.

Inom IDM-kategorin kan man sannolikt hitta flest bolag som gemene man känner till. Dessa bolag tenderar även att själva använda chippen i produktionen av exempelvis konsumentvaror. Några exempel på bolag är IBM, Mitsubishi, Sony, Toshiba, Intel och Texas Instruments. Apple hörde även till denna kategori, men outsourcar nu produktionen till TSMC.

Ser vi istället till fabless-bolagen är det vilka uppgifter som chippen är designade att utföra som särskiljer bolagen. Det finns ett fåtal namn vars aktiekurs fullständigt exploderat de senaste åren, framför allt Nvidia men även AMD.

Dessa är faktiskt bara nummer tre och fyra sett till fabless-bolagen med högst omsättning, men Nvidia har klättrat upp till att vara världens tredje största bolag sett till börsvärde.

Anledningen till att Nvidia och AMD värderas högre än bolagen med högst respektive näst högst omsättning, Broadcom och Qualcomm, är att de förstnämndas produkter används inom AI, som växer otroligt snabbt just nu. Den snabba AI-tillväxten driver bolagens vinsttillväxt enormt mycket. Broadcom fokuserar istället på att designa chip till datacenter, internet och bredband medan Qualcomm fokuserar på mobil kommunikationsteknik. Vad gäl-

ler fabless-bolagen ser vi några enstaka stora taiwanesiska bolag, men en klar majoritet är hemmahörande i USA. Europa har ett stort bolag i denna kategori, ARM, som är hemmahörande i Storbritannien men som dock är noterat på Nasdaq-börsen i USA.

Nvidias design utmärker sig

Nvidia har sedan länge specialiserat sig på att göra bäst GPU:er, eller Graphics Processing Units. GPU:er förväxlas ofta med grafikkort i datorer, men Nvidia designar endast själva grafikprocessorn. Detta är den viktigaste komponenten i ett grafikkort, men inte ett helt grafikkort.

GPU:er är de överlägset bästa chippen på att utföra svåra matematiska och geometriska beräkningar, och på att utföra många små uppgifter samtidigt. Det som kallas för processorer i datorer, CPU:er eller Core Processing Units, är bättre på att utföra stora, enskilda uppgifter, eller uppgifter som måste göras i en viss serie. Anledningen till att Nvidia kunnat ta en så pass stark position i AI-racet är för att GPU:er är vida överlägsna CPU:er just för att köra AI-program.

Nvidias enskilt största segment sett till omsättning är datacenter. Man designar specialiserade GPU:er som används i servrar byggda för AI-beräkningar. De är inte ensamma om att göra detta, men de är tydliga marknadsledare.

Infrastrukturen som möjliggör användning

Oavsett om serverna har Nvidia-chip eller någon annan eller chip från någon annan designer så byggs de sedan in i serverrack eller servertorn. Detta är stora skåp som används för att husera serverna.

Även inom detta segment är graden av specialisering stor. Exempelvis har bolaget Super Micro Computer fullständigt rusat de senaste åren, då de ingått partnerskap med Nvidia och specialiserat sig på att bygga avancerade kylsystem till serverrack. Deras stora konkurrenter är HP Enterprise och Dell Technologies.

Dessa servrar används sedan för att bygga stora datacenter. Dessa datacenter används för att leverera olika moln- och AI-tjänster. Den snabba ökningen av AI-användandet senaste året har lett till enorma investeringar i att bygga ut datacenter, för att kunna fortsätta leverera och förbättra dessa tjänster framöver.

I detta led finns många av de välkända techjättarna, Microsoft, Alphabet/Google, Amazon Web Services, IBM, Salesforce, Dell, Meta/Facebook och så vidare. Generellt levererar dessa bolag väldigt olika typer av molntjänster, och inte alla använder sig av AI i dagsläget. De flesta ser dock utvecklingen och rör sig i den riktningen.

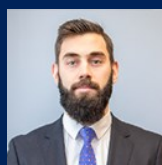
Enorm grad av specialisering

Det vi ser inom halvledarindustrin som särskiljer den från många andra är den höga graden av specialisering som råder. Många bolag har verkat inom sin nisch under många år och blivit extremt bra på vad de gör. Det krävs en ofantlig mängd kunskap för att verka inom denna industri, vilket skapar stora inträdesbarriärer. Detta gäller även konkurrenter, som ofta har haft en lite annorlunda specialisering men som får stor effekt när man ska försöka ta marknadsandelar.

De allra flesta bolagen inom denna värdekedja finns inom IT-sektorn. Vissa undantag finns, framför allt när det kommer till att bygga datacenter för att leverera molntjänster eller annan mjukvara med chipen, och i dessa fall hör bolagen oftast till antingen kommunikationstjänster (Alphabet/Google, Meta/Facebook,) eller sällanköpsvaror (Amazon).

Då användningen av såväl chipen som den mjukvaran som kräver dem bara fortsätter öka, samtidigt som användningsområdena bara blir fler, är det svårt att inte se positivt på denna industri. Detta driver bolagsvinsterna rejält, och vinsterna för de bolag som har nämnts här har under de senaste åren agerat draglok för mycket av vinsttillväxten på aktiemarknaden i stort.

Det kommer såklart finnas tillfällen då bolagen är övervärderade på börsen trots att de har en ljus tid framför sig, men överlag bedömer vi att trenden för denna industri kommer fortsätta uppåt. Vi uttrycker för närvarande vår positiva syn på halvledarindustrin med ett ljusgrönt betyg på IT och kommunikationstjänster, vilket innebär att vi har en övervikt mot dessa sektorer inom portföljförvaltningen.



Sebastian Girelowski Carling
Investeringsstrateg

Värdekedjan för halvledare

INNE I RACKEN

Chipdesign och mjukvara

arm

nvidia

AMD

intel

aws

Google

Microsoft

BROADCOM

+

MARVELL

Komponenter

tsmc

intel

Amkor Technology

ASE

M

SAMSUNG

SK hynix

SUPERMICR

Tillverkning

tsmc

intel

SAMSUNG

Nätverk

nvidia

ARISTA

BROADCOM

MARVELL

UTANFÖR RACKEN

Kraftförsörjning och värmekontroll

Schneider Electric

EATON

VERTIV

nvent

ABB

Carrier

TRANE

SIEMENS

EMERSON

GE GE VERNOVA

Utrustning för tillverkning

ASML

KLA

Lam RESEARCH

APPLIED MATERIALS

Test och mätning

TERADYNE
ADVANTEST



FOKUSDEL II

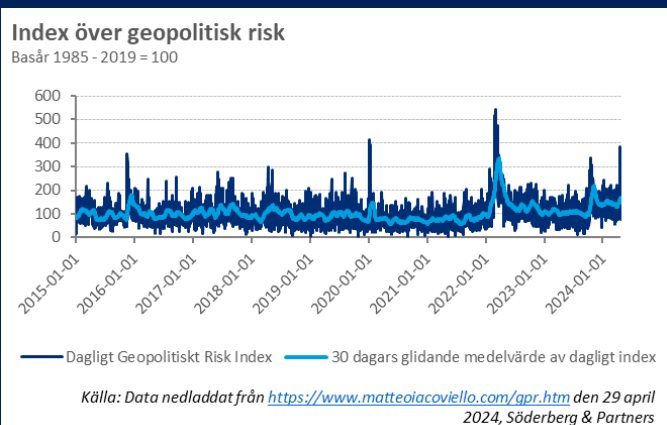
Geopolitik: En joker i leken



En joker i leken

Vi tolkar den senaste händelseutvecklingen i Mellanöstern som en nedtrappning mellan Israel och Iran. Geopolitiska spänningar kan dock öka på nytt och skapa turbulens på marknaden. Snarare är det eventuella efterverkningar, såsom stigande energi- och fraktpriser, som är av betydelse för marknaden än geopolitiken i sig.

Den senaste tiden har de geopolitiska riskerna stigit. Redan senhösten 2021 noterades en uppgång av den geopolitiska osäkerheten efter en tids stabilitet. Sedan dess har dock oroshärdarna i världen avlöst varandra, först med den ryska invasionen av Ukraina och nu senast Hamas terrorbåd i Israel. Till listan kan även läggas Kinas hot mot Taiwan där Kina hotat med militär konflikt. Marknaden gillar generellt sett inte osäkerhet. I spåren av detta har därför frågor rests kring vilken effekt geopolitik har på finansmarknaden.



Den geopolitiska oron har legat på en förhöjd nivå sedan Hamas terrorattack i oktober 2023.

Anm.: Indexet är ett mått på ogynnsamma geopolitiska händelser och tillhörande risker från 1900-talet. Indexet räknar antalet artiklar som rör geopolitiska händelser i respektive tidning per månad i förhållande till totalt antal artiklar.

Följdeflekterna avgörande för marknadsreaktionen

Vilken effekt geopolitik får på finansmarknaden beror bland annat på 1) vilka parter/länder som är inblandade och 2) efterverkningarna av den uppkomna situationen. Detta såg vi inte minst efter den ryska invasionen där energiförsörjningen till Europa begränsades, vilket fick europeiska energipriser att stiga rejält. Uppgången i energipriser sammanföll med utbudstörningar och en stark efterfrågan efter pandemin, vilket resulterade i en perfekt inflationistisk storm. Följden blev kraftig stigande styrräntor.

Därför är frågan vad som nu sker i Mellanöstern högst relevant – inte bara utifrån ett humanitärt perspektiv – utan även utifrån ett marknadsperspektiv.

Om du svarar så svarar jag

På ekonomspråk finns begreppet "tit-for-tat" som kan beskrivas som att "någon hämnas en otrevlig händelse som man själv utsatts för".

I viss mån kan tit-for-tat tillämpas på det upptrappade läget mellan Israel och Iran. Israel påstås ha dödat bland annat två generaler inom det iranska revolutionsgardet på ett konsulat i Syrien. Generalerna påstås ha haft koppling till terrorattacken i Israel. Iran besvarade attacken i Syrien genom att skicka över 300 drönare och missiler mot Israel. Troligtvis besvarade Israel detta – även om inget officiellt åtagande gjorts – genom att beskjuta mål i Iran. Iran har sagt att de skjutit ned objekt som kommit från iransk mark.

En nedtrappning

Israel och Iran har under flera år fört ett dolt proxykrig. De senaste veckorna har konflikten tagits ut i strålkastarljuset då parterna direkt konfronterat varandra istället för att gå via tredje part.

Den direkta konfrontationen tolkar vi som en maktkamp där både Israel och Iran velat demonstrera sin styrka. Irans attack visar på deras tekniska utveckling medan Israels försvar visar på förmågan att, tillsammans med allierade, omintetgöra stora iranska angrepp. När Israel sköt ned

drönarna och robotarna från Iran med omnejd fick israelerna hjälp av bland annat USA, Storbritannien, Frankrike och troligtvis Jordanien, även om inget officiellt har bekräftats från den sistnämnda. För Ryssland och Kina, som har velat destabilisera västvärlden, kan detta ses som negativt.

Israels eventuella gensvar tolkas inte heller som en provokation och upptrappning av konflikten utan snarare hade det ett signalvärde. Vår tolkning är därför att detta kortsiktigt är en nedtrappning och att varken Israel eller Iran vill se ett upptrappat regionalt krig. Med det sagt kan de geopolitiska spänningarna självklart öka snabbt igen om exempelvis en Iranstödd grupp okontrollerat och i omfattande skala attackerar Israel, och dess allierade. Strider mellan israeliska försvarsmakten (IDF) och den Iranstödda terrorgruppen Hizbollah har pågått sedan Hamas terrorattacker. Hittills har Hizbollah hållits utanför kriget mellan Israel-Hamas och deras beskjutningar ses som ett uttryck för sympati. Därtill härjar Iranstödda Huthirebeller i Röda Havet för att uttrycka sin solidaritet med palestinierna i Gaza och mot Israels allierade. Huthiernas attacker mot fraktfartyg har fått fartyg att ta en omväg runt Godahoppsudden istället för att åka genom Suezkanalen. Iran har även inflytande över Hormuzsundet och har hotat med att stänga ned passagen där ca 20 miljoner fat olja passerar dagligen.

På lång sikt bedömer vi att det kommer att vara ett mycket spänt läge i Mellanöstern mellan Israel å ena sidan, och Hizbollah samt Iran och dess kärnvapenprogram å andra sidan. Hizbollah utgör ett direkt hot mot Israel och anser att landet inte ska existera. Med Iran och Syrien som mångårigt allierade har terrorgruppen blivit en allt effektivare militärstyrka. Samtidigt kan Irans kärnvapenprogram ha utvecklats på ett sådant sätt som gör det svårare för omvärlden att komma åt. Därför är det inte troligt att Israel slår till mot Irans kärnvapenprogram eftersom det kan resultera i attacker från Iran, Hizbollah och andra allierade. Mycket talar för att Israel snarare kommer att inrikta sig på Hizbollah. Vi bedömer att spänningarna i Mellanöstern kommer bestå, men att risken för stora och utökade mili-

tära konflikter i regionen har avtagit något.

Marknaden har lugnat sig

Som nämnts finns det en risk att den geopolitiska oron ökar igen. Därför kan marknadsturbulens på nytt uppstå, vilket vi tidigare varnat för.

Inför den senaste upptrappningen observerade vi en flykt till så kallade "säkra hamnar" (safe haven) där exempelvis dollarn stärktes och guldpriset steg. Amerikanska börsens mått på osäkerhet (CBOE Volatilitetsindex, VIX) steg också. Även oljepriset steg kraftigt då Iran är en stor oljeproducent.



När marknaden väl tagit till sig informationen och osäkerhetsmomentet avtog dämpades reaktionerna. Oljepriset har fallit tillbaka och guldpriset har rekylat ned. VIX har också fallit tillbaka.

Geopolitik utgör en joker i inflations- och räntedynamiken

Det som utifrån ett marknadsperspektiv är avgörande är som sagt geopolitikens följdverkningar. Stigande energi- och fraktpriser kan i förlängningen bromsa inflationsnedgången, vilket kan medföra att centralbankernas planer på att sänka räntan läggs på is. Senarelagda räntesänkningar, i sin tur, kan leda till börsfall och lägre avkastning för ränteplaceringar.

Än så länge har dock centralbanker som ECB och Riksbanken inte signalerat en annorlunda penningpolitik i spåren av den geopolitiska oron. Enligt ECB påverkar ett högre oljepris inte deras ambition att sänka styrräntan i juni och Riksbanken har tonat ned effekten, även om geopolitiska risker är "högst närvarande". Därför ser vi för närvarande inte någon anledning att ändra i vår marknadssyn eller exponering i portföljerna på grund av oron i Mellanöstern, men självfallet följer vi utvecklingen och effekterna på finansmarknaden noga.



Cathrine Danin
Investeringsstrateg

KRÖNIKA

Hellre en hel orkester än ett enmansband



Hellre en hel orkester än ett enmansband

Under morgonens rusningstid på en av huvudstadens största och folkligaste gator inträffade häromdagen något som fångade mitt intresse. En joggare avviker från mängden genom att löpandes träna på att jonglera med bollar. Hinner inte se hur många bollar han jobbar med men får intrycket att det rör sig om minst fyra.

Har en son som övningskört med trafikskola i närheten och de börjar alltid första lektionerna i just dessa kvarter. Vi får hoppas att trafikskolelärarna är snabba på att använda sig av dubbelkommandot vid behov.

Skräckblandad förtjusning till enmansband

Jag har alltid haft en skräckblandad förtjusning till enmansband. Tänker bland annat på trubadurer eller vispoeter som sällan låter lika lovande, som genrens elit exemplifierad med Bob Dylan eller Neil Young. Dessa kör den så kallat enkla kombinationen med sång, gitarr och munspel. Brasse skippade munspelet och kallade sitt enmansband för Six String Orchestra.

"Brasse skippade munspelet och kallade sitt enmansband för Six String Orchestra"

Sedan har vi en grupp superartister som Prince och Stevie Wonder, som ibland ägnat sig åt att spela in alla instrument på sina skivor. Det är visserligen imponerande, men då de spelat in ett instrument i taget, är det inte min huvudsakliga association av ett enmansband.

En mer roande än helguten upplevelse

Jag tänker nog att den typiska bilden är de som lyckas med konststycket att sjunga, spela gitarr, spela blåsinstrument och med hjälp av fötterna och andra kroppsdelar spela bas

och trummor. I mitt tycke blir den företeelsen dock snarare en mer roande än en helguten musikalisk upplevelse.

Tydlig uppdelning av roller

Jag hade förmånen att arbeta nära några av grundarna av Söderberg & Partners redan för 22 år sedan. Det var tydligt redan då och det är lika glasklart idag att det ligger i bolagets DNA att vi är måna om att hålla isär de som tar hand om förvaltning och analys, från de som ansvarar för rådgivning gentemot kunder.

Specialister inom varje område

På vår analys- och förvaltningsavdelning har vi ett stort antal experter, var och en specialist på sitt särskilda ansvarsområde, som i sin tur väljer ut förvaltare som är experter på sin specifika nisch.

På så sätt ökar möjligheten att komma på djupet inom fler delar av marknaden och därmed få till en långt bättre helhet. Följaktligen är det inte samma person som ska hitta de mest köpvärda aktierna i Asien, som samtidigt ska välja ut de mest intressanta high yield-obligationerna.

För även om det kan vara en charmig ögonblicksbild med en jonglerande joggare eller ett tappert försök på ett enmansband, är jag övertygad om att den musikaliska kvaliteten kan bli av världsklass först när vi har drivna och ledande musiker i orkesterns alla delar.



Kristian Hahne
Förvaltare Global Tema

Disclaimer

Om Söderberg & Partners

Söderberg & Partners grundades 2004 och är en av Sveriges ledande finansiella rådgivare och förmedlare av försäkringar och finansiella produkter. Vi bedriver verksamheter inom bland annat tjänstepensionsrådgivning, försäkringsrådgivning och försäkringsförmedling samt kapitalrådgivning och kapitalförvaltning. Vi utvecklar och erbjuder även digitala verktyg för bland annat finansiell rådgivning och för löne- och förmånshantering.

Viktig information

Denna analys är framtagen av Söderberg & Partners Wealth Management AB, org. nr 556674-7456 (nedan "Söderberg & Partners" och/eller "Bolaget"). Bolaget är ett värdepappersinstitut och har tillstånd att som sidotjänst utarbeta och sprida investerings- och finansanalyser samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument. Som grund för analysen har källor använts som i god tro bedömts vara tillförlitliga. Söderberg & Partners ansvarar inte för riktigheten av informationen eller för felaktigheter eller brister i bearbetningen därav.

Syftet med analysen är att ge Söderberg & Partners kunder allmänna rekommendationer och analysen utgör således inte tillhandahållande av personlig investeringsrådgivning enligt lag (2007:528) om värdepappersmarknaden eller vid var tid gällande motsvarighet av nämnd lag. Analysen bör inte ensam ligga till grund för ett investeringsbeslut. Investerare bör söka finansiell rådgivning angående lämpligheten i att investera i de värdepapper, investeringsstrategier eller försäkringsprodukter som diskuteras eller presenteras i denna analys och bör förstå att uttalanden om framtidsutsikter inte nödvändigtvis kommer att realiseras. Historisk avkastning är inte en garanti för framtida resultat.

Söderberg & Partners ansvarar inte för direkta eller indirekta skador eller förluster, inklusive men inte begränsat till, förlorad och utebliven vinst, som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll. Materialet får inte distribueras, citeras eller kopieras för användning utan Söderberg & Partners föregående godkännande.

Söderberg & Partners hantering av intressekonflikter inom investeringsrekommendationer är central och Bolaget har antagit interna riktlinjer för att säkerställa integritet för analytiker samt för att identifiera, eliminera, undvika, hantera och/eller offentliggöra faktiska eller potentiella intressekonflikter som rör analytiker eller Söderberg & Partners som bolag. Riktlinjerna innehåller regler om, bland annat men inte begränsat till, förbud mot gynnsamma rekommendationer, reglering av egen handel avseende de instrument som en analys omfattar (där handel inte får ske förrän det att två handelsdagar förflutit från att den aktuella analysen gjorts tillgänglig för mottagarna av den) samt ett generellt förbud mot egen handel i de instrument som en analys omfattar i strid med gällande rekommendationer. Det kan förekomma att analytiker eller närstående personer har innehav i de värdepapper som de utarbetar en rekommendation för. Vid osäkerhet i fråga om intressekonflikter skall frågan tas upp till den verkställande direktörens behandling.

