



## Juni 2024 – Risker och Möjligheter med AI

**Marknadssentimentet tog ett steg tillbaka under perioden, åtminstone i Norden. På den globala arenan fortsatte marknaden att drivas uppåt, inte minst av entusiasm kring artificiell intelligens (AI) generellt och Nvidia specifikt. Samtidigt fångade Nvidia stort medialt intresse när historiens största värdetapp registrerades av aktien i mitten av juni. Trots detta steg aktien med cirka 12 procent under perioden och har gått upp 150 procent YTD.**

AI är ett brett samlingsbegrepp för många, inbördes distinkt olika saker. Termen har använts under åtminstone 70 år. Det som är nytt och som kom plötsligt var spridningen av ChatGPT, konverserande AI, som svarar på alla dina frågor utifrån den träning modellen fått. Vad har den tränats på? I stort sett hela Internet. Trots alla tillkortakommanden och hallucinationer kan man inte säga annat än att AI nu tagit världen, inte minst finansmarknaden, med storm.

I [förra månadsbrevet](#) diskuterade vi bland annat Nvidia, dess affärsmodell och hur investeringar i AI drivit bolagets intäkter och lönsamhet. Företaget har på goda grunder setts som den uppenbara vinnaren på alla investeringar inom AI. Bolaget har aldrig lagt en krona på sitt varumärke men är på väg att bli ett av världens mest kända. Nvidia som redan (i stunden) är världens högst värderade börsbolag. Bolaget har nått den positionen genom att utveckla de överlägset bästa halvledarprodukterna för att träna och använda AI-modeller. Dessutom säljer de den överlägset bästa mjukvaran, som låter alla hundratusentals smarta AI-ingenjörer "prata" med hårdvaran. Ju fler utvecklare som känner till och kan använda dina verktyg, desto "billigare" (relativt sett) blir det för kunder att köpa GPU-chip till ett premium-pris. Bolagets intäkter har formligen exploderat det senaste året – de senaste tre kvartalens tillväxt har legat mellan 260 och 265 procent år över år. För innevarande kvartal förväntar sig marknaden en dubbling av intäkterna. Den sekventiella tillväxten kvartal över kvartal förväntas oförändrat vara stark.

Man ska vara försiktig med vad man önskar sig. Några gånger har vi uttryckt en förhoppning att vi en dag skulle sluta behöva tala om centralbanker och räntor, för att istället fokusera på bolagens fundamentala utveckling. I viss mån har det blivit så, men "allt" ljus har hamnat på ett bolag: Nvidia. Vi måste därför ställa oss frågan hur vi ska hantera inte bara den enskilda positionen i aktien utan även implikationerna för investeringsklimatet som helhet. Är investerare överoptimistiska kring AI, enligt tesen att vi överskattar vad som kan hända på kort sikt (och på motsvarande sätt underskatta det som sker på lång sikt)? Pengar är förvisso inte lika "billiga" längre, men överinvesterar näringslivet trots det i AI? Kan det till och med finnas skäl att oroa sig för en AI-bubbla, liknande telekombubblan vi såg kring millennieskiftet?

AI-verktyg bär med sig löftet att göra oss alla mer produktiva. Produktivitet, att kunna göra mer för mindre, är trots allt det som ligger bakom allt välstånd i världen. Entusiasmen är stor och enorma investeringar görs. Inte minst i de gigantiska datacenter där den artificiella intelligensen ska leva, lära, leka och arbeta. Nystartade AI-bolag värderas högre i accelererande takt. Ett exempel är [Perplexity.ai](#), som sett sin värdering mer än femdubblas bara i år. Tyska försvarsbolaget [Helsing](#) har tredubblats i värde sedan den senaste "rundan" i september 2023. **OpenAI**, som ligger bakom

ChatGPT, värderas någonstans mellan 80 och 100 miljarder USD. **Anthropic**, som bygger en konkurrent till ChatGPT, **Googles** Gemini och **Metas** Llama 3, har trefaldigat sin värdering till över 18 miljarder USD det senaste året, på ryggen av miljardinvesteringar från **Amazon**. Samtliga dessa bolag är onoterade och agerar i privat miljö.

De tre stora aktörerna som driver datacenter där AI bor – molnföretagen som kallas *hyper scalers* – är Amazon, **Microsoft** och **Google**. Databasjätten **Oracle** gör sina försök att komma ikapp. "A day late and a dollar short", som en analytiker vi talat med uttryckte det. Oavsett om detta är korrekt eller inte så är det dessa företag som för närvarande betalar notan för AI-festen. Kombinerat investerar de över 12 miljarder USD per kvartal i ny infrastruktur. Än så länge överskrider efterfrågan utbudet med marginal, vilket driver tillväxten för molnföretagen och gör att Nvidia kan ta ännu bättre betalt.

En relevant fråga är vilket värde *Hyper Scalers* kan få ut från sina investeringar. För närvarande betalar de som sagt festen, men kan de passa vidare kostnaderna till sina kunder och tjäna pengar? Vilka typer av AI-tjänster kommer företag och, i slutändan, vi konsumenter att vilja betala för? Bästa stället att leta på svar kommer att vara i mjukvarulagret, först bland företag som säljer sin mjukvara till andra företag. B2B. Än så länge är det inte uppenbart vem eller vilka som kommer att kunna ta extra betalt för en AI-komponent i existerande mjukvara. Det är fortfarande för tidigt. Men låt oss för sakens skull anta att AI kommer att gjutas in sömlöst i hela mjukvarulagret och ingen kommer kunna ta mer betalt än den egna marginalkostnaden för att köra AI-modellen i eget datacenter eller hos *Hyper Scalers*.

Få människor som rutinmässigt använder ChatGPT har en aning om hur mycket varje "prompt" kostar i form av beräkningskraft, vidare i energikonsumtion och slutligen i reda pengar. Vi ser bara svaret på skärm och reflekterar endast med ansträngning över vad som händer längre bak i kedjan. Vad är din betalningsvilja för att ställa en fråga till eller få en uppgift utförd av ChatGPT? Eller för den delen, hur mycket skulle du vara beredd att betala för Google-sök, om deras affärsmodell inte vore driven av reklam? Om inte produkten var du? Kanske Microsoft tröttnar på att hålla *OpenAI* under armarna. Kanske Amazon ser mycket sämre avkastning på **Anthropic** än den artificiella intelligens man redan använder och förfinar för att förbättra rekommendationer och stimulera merkonsumtion. Och kanske Google omvärderar sin position som *Hyper Scaler* – det är ju en hänsynslös bransch där Google trots sin massiva skala och position som nummer tre i världen förlorar pengar på operativ nivå.

Även om situationen som den ser ut är behäftad med risker finns det några viktiga skillnader mellan bredbandsutbyggnaden för 25 år sedan och AI-investeringar nu. För det första, telekombolagen som grävde ned fiber och byggde ut mobilnäten för dataöverföring var kraftigt belånade. Molnföretagen, som står för investeringarna nu, har balansräkningar som skulle kunna göra nationalstater avundsjuka. För det andra, utvecklingen står inte still. Stora ansträngningar görs för att effektivisera modellerna och göra dem billigare och mer energieffektiva att driva. Särskilt intressant kommer det att bli att följa utvecklingen av smalare AI, mindre specialiserade språkmodeller. Här ser vi också fröna till potentiella värdedrivande tjänster som företag och konsumenter. Det är först i andra fas som det blir uppenbart vilka nya fantastiska affärsmodeller som kommer att stå på axlarna av de investeringar som görs i AI idag. För det tredje är värderingarna, om än höga på sina håll, inte totalt förryckta som de var år 2000.

Det finns idag inget som omedelbart talar för att en AI-kris står för dörren. Tvärtom. Tjänster till slutanvändare är fortfarande i sin linda och utvecklare arbetar frenetiskt på att göra modellerna mer effektiva. *Allt* det där kapitalet som jagar *startups* inom artificiell intelligens kommer inte att förränta sig väl. Men innovation i kombination med kapitalism är en kraftfull maskin. Mänskligheten har knappt börja skönja produktivitetens frukter. Ju längre tiden går, desto mer kommer finnas att skörda. Med så mycket ljus på ett enskilt bolag kommer vår kortsiktiga utmaning vara att balansera utsikter mot värdering, risken i att *äga* mot risken att *inte äga*.

Juni är en månad med få rapporter och bolagsnyheter tenderar att komma mer ad hoc. Ett undantag är **Sectra**, som har brutet räkenskapsår och lämnade sin bokslutskommuniké för räkenskapsåret till och med april i början av perioden. Bolaget är mitt inne i en omställning av affärsmodellen till SaaS. Som väl känt påverkar det tillväxt och, framför allt, lönsamhet negativt till dess man kommit igenom förändringen. Sectra är fortfarande i början av det där "badkaret" som mjukvaruveteraner brukar beskriva. Trots det växte omsättningen med närmare 17 procent under det sista kvartalet. Återkommande intäkter från molntjänster växte 57 procent och utgör för närvarande knappa 15 procent av totala intäkter. Allt eftersom den basen växer, och med det dess andel av totalen, kommer Sectras totala tillväxt att påverkas positivt. Bolaget har också en koppling till redan nämnda Microsoft. Molnjätten vill gärna lagra alla gigantiska bilder som genereras i Sectras system och är därför behjälpliga i försäljning av Sectras produkter hos kunder med en existerande stark relation till Microsoft. Detta är en aspekt av Microsoft vi verkligen uppskattar som aktieägare. Bolaget håller sig i stort till Bill Gates definition av en sann plattform: en där partners behåller 95 procent av värdet och plattformen endast tar fem procent. På så sätt dras potentiella partners till plattformen, vilken därigenom stärks i en självförstärkande, reflexiv process.

Under perioden kom även nyheten att **Paradox Interactive** lägger ned spelet *Life By You*. Denna typ av spel, bekant för alla som någonsin sett eller spelat *The Sims*, är ett exempel där spelutvecklare potentiellt skulle ha stor nytta av AI. Exempelvis genom att bringa mer liv och intelligens till alla NPC – *non playing characters* – i spelet och därigenom göra det till en rikare, mer återspelningsbar upplevelse. *Life By You* hade varit under utveckling under lång tid och vi med flera hade förväntat en lansering senare i år. Tidigare i år sköt bolaget upp lanseringen, vilket i sig inte är ovanligt. Som huvudregel är det alltid bättre att släppa ett bra spel senare än ett ofärdigt på planenlig tid. Att man nu skrotar spelet är en negativ överraskning, då vi nu måste bortse från all eventuell uppsida från detta spel. Å andra sidan var den nödvändiga nedskrivningen av projektet oväntat låg. Ett smalare, elakare och mer fokuserat Paradox har troligen också kapacitet att leverera fler och bättre produkter inom sina kärnområden.

### TIN Ny Teknik

Senaste månaden sjönk andelsvärdet med 2,4 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet för nordiska småbolag VINXSCN -2,2 procent. Sedan fondens start 4 februari 2019 har fonden stigit 52,5 procent, samtidigt som index ökat 84,7 procent. De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet **Novo Nordisk**, **Evolution** och **Nemetschek**. För en lista över de tio största se [tinfonder.se/innehav/](https://tinfonder.se/innehav/).



De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var Novo Nordisk, Nemetschek och **Trustpilot**. Bland innehav som påverkat negativt under månaden finner vi **Genovis**, Surgical Science och **Chemometec**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 40 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 34 procent och Digitala varumärken på 12 procent.

### TIN World Tech

Senaste månaden steg andelsvärdet med 5,7 procent. Under samma period var värdeutvecklingen för det bredare jämförelseindexet MSCI World +4,0 procent. Sedan fondens start 12 juni 2020 har fonden stigit 42,1 procent, samtidigt som index ökat 97,8 procent. De tre största innehaven i fonden var vid månadsskiftet Microsoft, **Alphabet** och Novo Nordisk. För en lista över de tio största innehaven se [tinfonder.se/innehav-twt/](https://tinfonder.se/innehav-twt/).

De innehav som bidragit mest till avkastningen under månaden var Nvidia, **Adobe** och **Microsoft**. Bland innehav som påverkat negativt finner vi **Teamviewer**, **Volue** och **Solaredge**. Fondens största segment är Mjukvara, som utgör 56 procent av förvaltad kapital, följt av Hälsa på 20 procent och Digitala varumärken på 9 procent.

### Kontakter

Tomas Lundmark  
Tel: +46 (0) 72 143 99 08  
E-mail: [tomas.lundmark@tinfonder.se](mailto:tomas.lundmark@tinfonder.se)

TIN Fonder  
Riddargatan 23  
114 57 Stockholm  
Tel: +46 (0) 8 520 277 44  
E-mail: [info@tinfonder.se](mailto:info@tinfonder.se)  
Twitter: [@tinfonder](https://twitter.com/tinfonder)

[www.tinfonder.se](https://www.tinfonder.se)

### Riskinformation

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonden kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.

### Bifogade filer

[Juni 2024 – Risker och Möjligheter med AI](#)