



FIRST FONDENE

AI boom – en boble?

FIRST Global Focus
FIRST Impact

Viktig informasjon



Dette er informasjon gitt i markedsføringsøyemed og må ikke oppfattes som investeringsråd. Denne presentasjonen er bare ment for institusjonelle og private investorer bosatt i Norge, hvor fondet har sin markedsføringstillatelse. Vennligst les fondets nøkkelinformasjon, vedtekter og prospekt før beslutning om investering. Dokumentene er tilgjengelig på www.firstfondene.no.

Ved tegning mottar man en andel i fondet og ikke direkte i de underliggende verdipapirene.

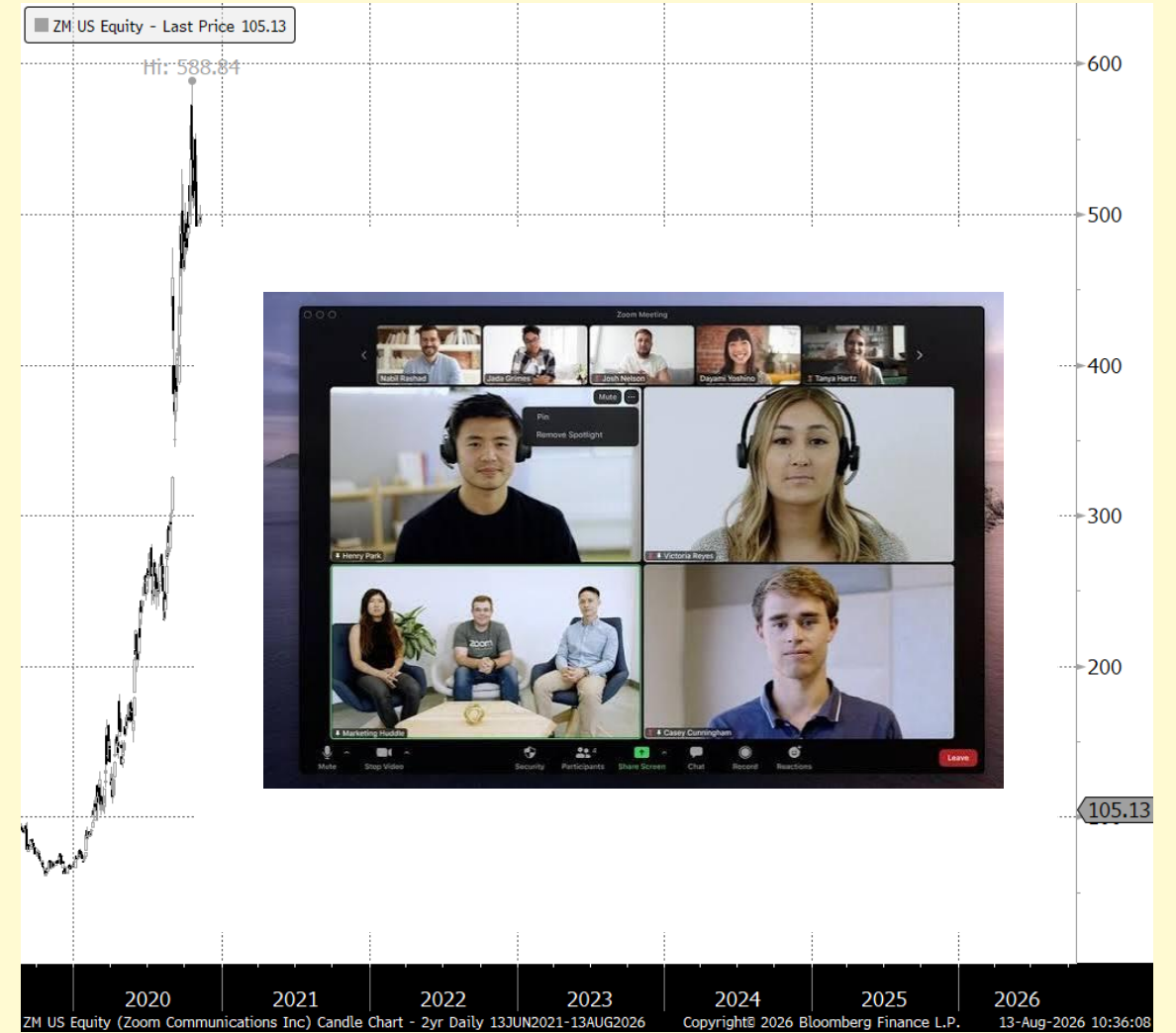
Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig kursutvikling. Framtidig avkastning vil bl. a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, verdipapirfondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Effektiv rente vil kunne endres fra dag til dag, og er derfor ingen garanti for avkastningen i perioden den er beregnet for. Valutakursendringer vil påvirke verdien på fondet dersom underliggende investeringer er foretatt i annen valuta enn det som fondet er notert i. Selskapet er ikke ansvarlig for eventuelle skader eller feil som beror på hendelser utenfor selskapets kontroll.

Aksjemarkedet etter Covid...

1F

Peloton og Zoom

F



Peloton og Zoom



Ørsted og NEL

IF



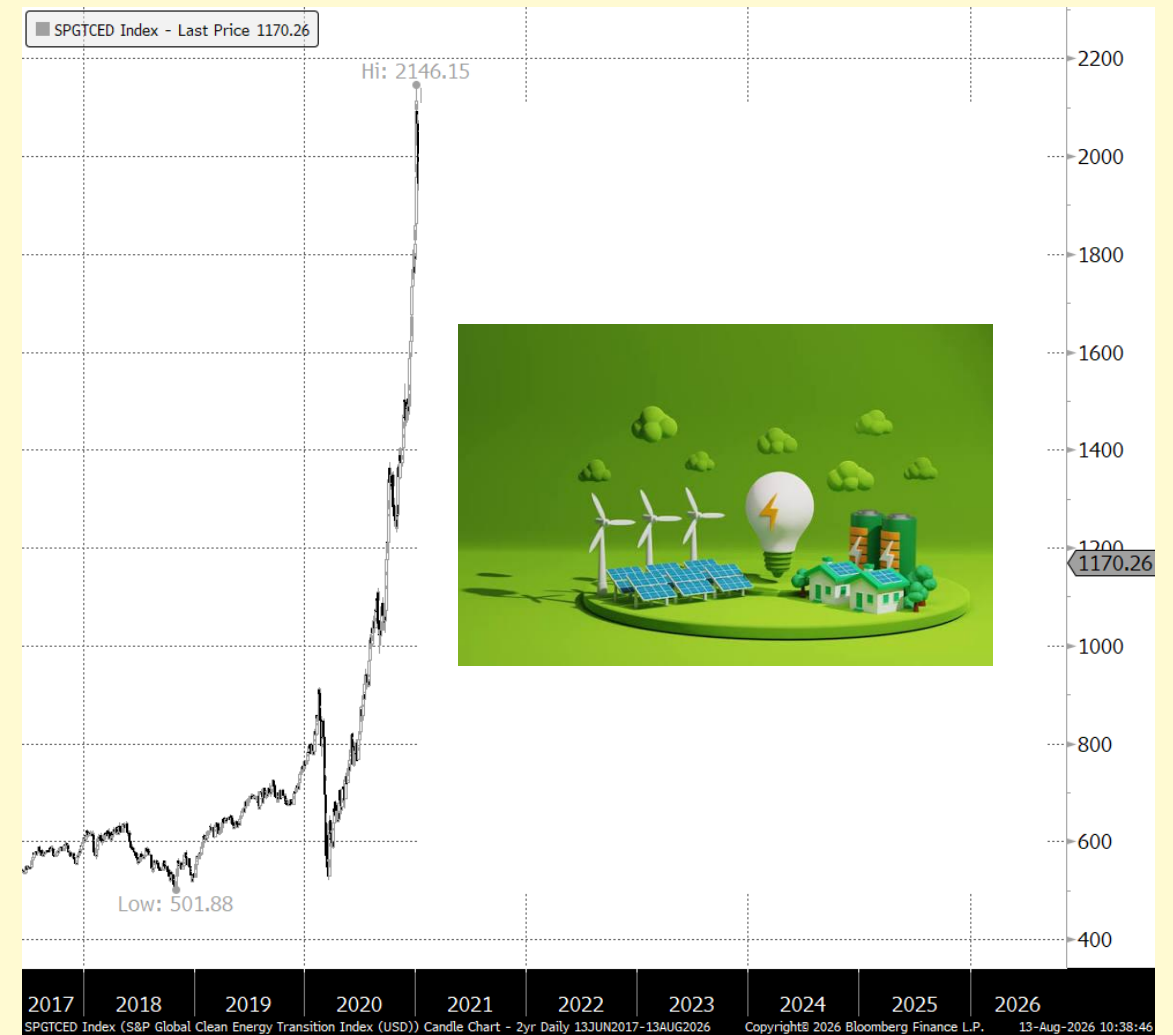
Ørsted og NEL

IF



Enphase og S&P 500 Clean Energy

IF



Enphase og S&P 500 Clean Energy

IF



Bitcoin med to store sell-offs

F



Meta og Nvidia i 2021-22

F



Meta og Nvidia i 2021-22

F



Markedet «trenger» en ny boom etter **mange boom-bust** siden 2020!

I=

- Covid: Peltonen, Zoom
- Green boom (hydrogen, solar, wind, batteries, carbon capture)
- SPAC boom
- Meme / NFT boom (ape)
- Bitcom and blockchain
- Metaverse

AI Boom med sterk utvikling for Mag-7 og halvleder-indeksen

IF



AI Boom for Nvidia og SK Hynix

IF

Nvidia med +1,980% og SK Hynix +1,780% (peak 4,000%)



AI boom: «This time it is different» eller en boble?

1=

- Hva innebærer egentlig AI / KI?
- Hvem gjør investeringene?
- Hvem tjener pengene så langt?
- Credit-boom?
- Hvordan posisjonere seg?

Steve Jobs: må starte med kunden!



AI bryter med Steve Jobs bud: teknologidrevet innovasjon...



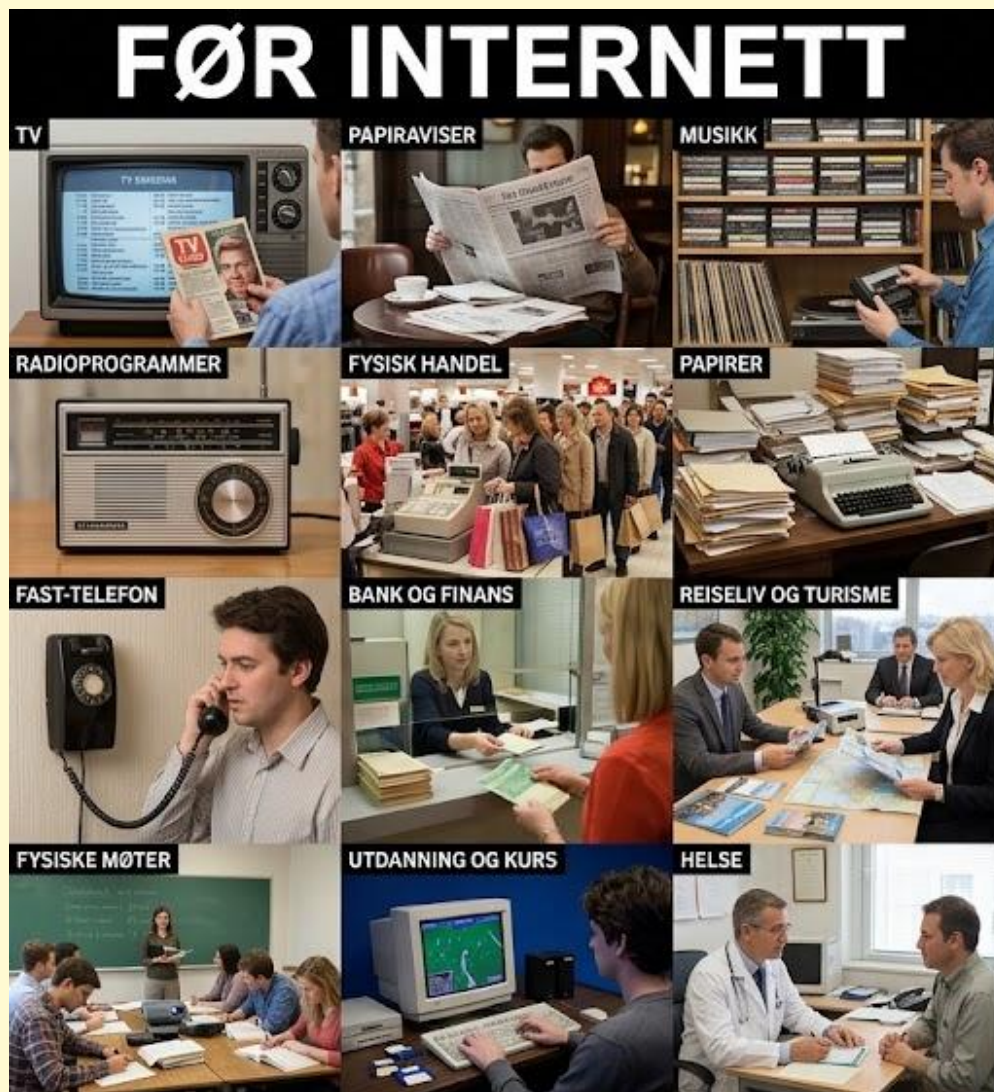
You've got to start with the customer experience and work backwards to the technology. You can't start with the technology and try to figure out where you're going to sell it.

*'What **incredible benefits** can we give to the customer? Where can we take the customer?'*

***Not** starting with 'Let's sit down with the engineers and figure out what awesome technology we have and then how are we going to market that?'*

Verden før Internett

1F



Internett og bredbånd har løst mange kundeutfordringer

I=



Hvilken kundeopplevelse er det OpenAI og Anthropic selger?

1=

OpenAI 2019: GPT-2 er «too dangerous»

I=

February 14, 2019 Milestone

Better language models and their implications

Our model, called GPT-2 (a successor to GPT), was trained simply to predict the next word in 40GB of Internet text. Due to our concerns about malicious applications of the technology, we are not releasing the trained model. As an experiment in responsible disclosure, we are instead releasing a much smaller model for researchers to experiment with, as well as a technical paper.

OpenAI anno 2019: GPT-2 er «too dangerous»

I=

February 14, 2019 Milestone

Better language models and their implications

Our model, called GPT-2 (a successor to GPT), was trained simply to predict the next word in 40GB of Internet text. Due to our concerns about malicious applications of the technology, we are not releasing the trained model. As an experiment in responsible disclosure, we are instead releasing a much smaller model for researchers to experiment with, as well as a technical paper.



New AI fake text generator may be too dangerous to release, say creators

The Elon Musk-backed nonprofit company OpenAI declines to release research publicly for fear of misuse

The creators of a revolutionary AI system that can write news stories and works of fiction - dubbed "deepfakes for text" - have taken the unusual step of not releasing their research publicly, for fear of potential misuse.

Sam Altman i 2024 (2 år siden)

IF

Sam Altman Says AI Will Handle "95%" of Marketing Work Done by Agencies and Creatives

By  Mike Kaput on March 5, 2024



**SAM ALTMAN SAYS AI
WILL HANDLE
"95%" OF MARKETING WORK
DONE BY AGENCIES AND CREATIVES**

"Oh, for that? It will mean that 95% of what marketers use agencies, strategists, and creative professionals for today will easily, nearly instantly and at almost no cost be handled by the AI — and the AI will likely be able to test the creative against real or synthetic customer focus groups for predicting results and optimizing. Again, all free, instant, and nearly perfect. Images, videos, campaign ideas? No problem."

Anthropic ser jobb-død for «skjorte-folket»

I=

May 28, 2025 - Technology

Column / Behind the Curtain

Behind the Curtain: A white-collar bloodbath



Jim VandeHei, Mike Allen

Dario Amodei — CEO of Anthropic, one of the world's most powerful creators of [artificial intelligence](#) — has a blunt, scary warning for the U.S. government and all of us:

- AI could wipe out *half* of all entry-level white-collar jobs — and spike unemployment to 10-20% in the next one to five years, Amodei told us in an interview from his San Francisco office.
- Amodei said AI companies and government need to stop "sugar-coating" what's coming: the possible mass elimination of jobs across technology, finance, law, consulting and other white-collar professions, especially entry-level gigs.

Microsoft: White-collar borte om 12-18 måneder

1=

Artificial intelligence

+ Add to myFT

Mustafa Suleyman plots AI 'self-sufficiency' as Microsoft loosens OpenAI ties

Big Tech group's AI chief predicts white-collar work could be automated within 18 months



Suleyman also said: "White-collar work, where you're sitting down at a computer, either being a lawyer or an accountant or a project manager or a marketing person — most of those tasks will be fully automated by an AI within the next 12 to 18 months."

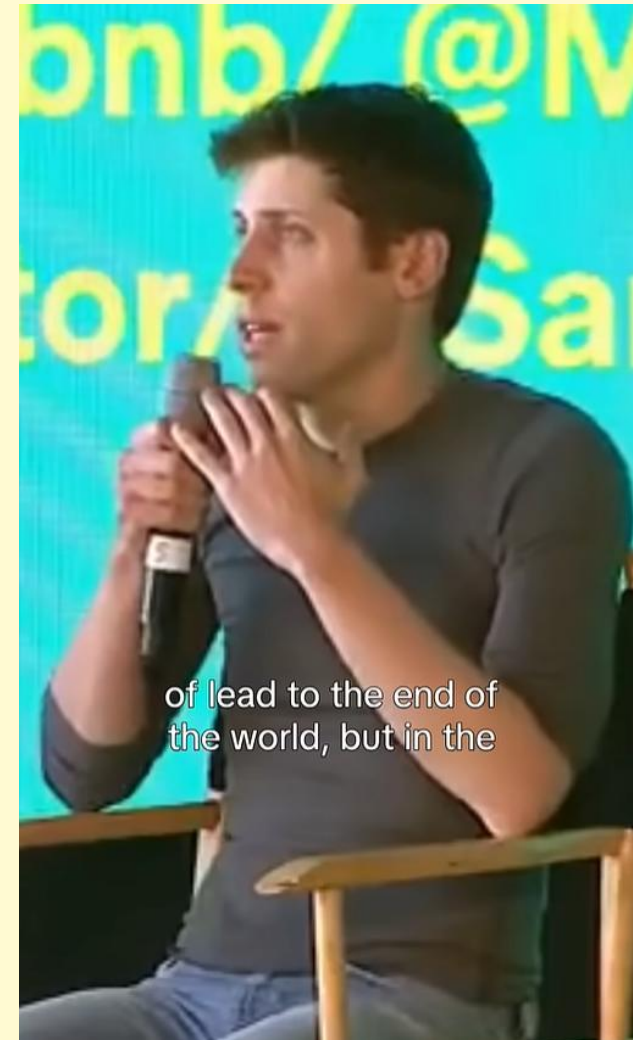
Altman/Amodei advarer mot destruksjon av menneskeheten – og utvikler videre... 1=

“AI will most likely lead to the end of the world, but in the meantime there will be great companies created with serious machine learning.”

Sam Altman, 2023 – CEO of OpenAI.

“The chance that something goes catastrophically wrong with AI could be as high as twenty-five percent. We are finding new jailbreaks. I’m actually deeply concerned that in two or three years, we’ll get to the point where the models can do very dangerous things with science, engineering, biology, and then a jailbreak could be life or death.”

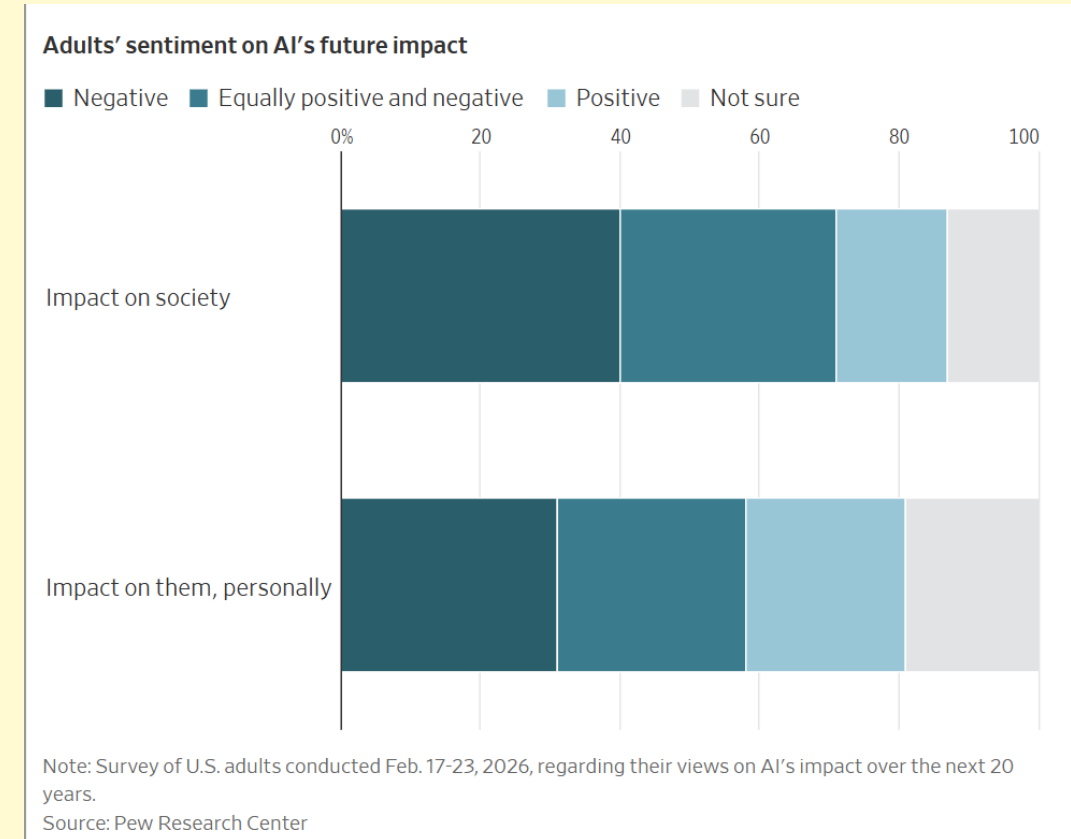
Dario Amodei, 2023 — CEO of Anthropic.



Kanskje ikke rart det er stor motstand mot AI i USA?

1=

- Eliminering av arbeidsplasser
- Destruksjon av menneskeheten
- **Samfunnet:** 15% positive vs. 40% negative
- **Personlig effekt av AI:** 20% positive vs. 30% negative.



La oss se litt nærmere på hva denne teknologien egentlig er

1=

- Hvordan virker teknologien
- Hvor god er modellene

AI er ikke en ny teknologi

Modellen «Perceptron» fra 1958!

1-

- The **Perceptron**, an artificial neural network developed by Frank Rosenblatt.
- The New York Times reported that the machine's sponsor, the **United States Navy**, expected it would
 - “be able to walk, talk, see, write, reproduce itself and be conscious of its existence.”
- It went on to do approximately **none** of those things.
- Begrep: “**AI Winter(s)**”

Hvorfor tok det ikke av i 1958?

1F

Manglet «uendelig» **datakraft**



Manglet uendelig med digital tekst
= **Internett**



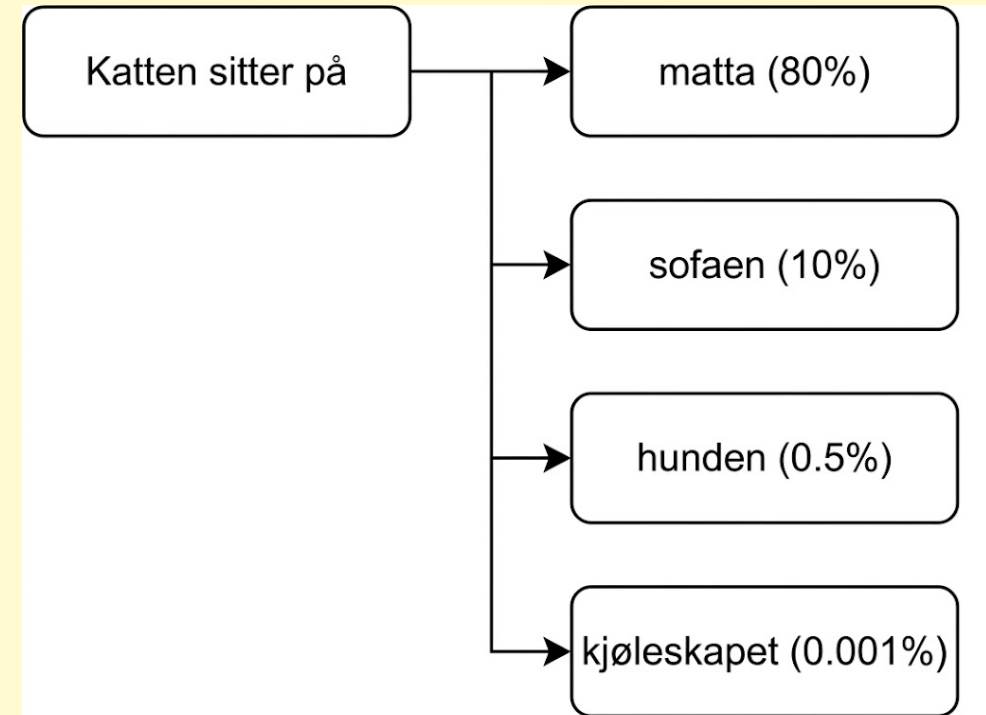
Beskrivelse av hvordan AI-modellene virker



AI er en sannsynlighetsmodell (probabilistisk modell)

I=

- AI modell **skriver tekst** ved hele tiden legge til et **nytt ord om gangen** som den mener sannsynligvis er mest riktig.
- AI som språkmodell er en modell som gitt **input** lager en **sannsynlighetsoversikt** over hva neste ord kan være – og velger typisk blant de mest sannsynlige neste ord.
- Sannsynlighetene utvikles ved å **trene** modellen på all verdens tekst.



Hvordan lage en frontier LLM modell

1F

Grunnskole
(pre-training)

Universitet
(post-training)

Hvordan lage en frontier LLM modell

IF

Grunnskole
(pre-training)

- Trenes på **all verdens tekst** / Internett
- Hva er neste ord... gjetter...sjekker...kalibrerer!
- Gjentas i månedsvis – hele tiden blir den litt bedre, som et instrument som stemmes.

Universitet
(post-training)

I

-
- The diagram illustrates how a text sample is processed by an LLM during training. The text sample is "LLMs learn to predict one word at a time". This sentence is shown across eight horizontal bars, each representing a different step or window of input. In each bar, a portion of the text is highlighted in light blue, indicating what the LLM has received as input up to that point. A specific word in each bar is highlighted in red, representing the target the model is trying to predict.
- Bar 1: Input "LLMs", target "learn".
 - Bar 2: Input "LLMs learn", target "to".
 - Bar 3: Input "LLMs learn to", target "predict".
 - Bar 4: Input "LLMs learn to predict", target "one".
 - Bar 5: Input "LLMs learn to predict one", target "word".
 - Bar 6: Input "LLMs learn to predict one word", target "at".
 - Bar 7: Input "LLMs learn to predict one word at", target "a".
 - Bar 8: Input "LLMs learn to predict one word at a", target "time".
- An arrow labeled "Input the LLM receives" points to the start of the first bar. An arrow labeled "Target to predict" points to the red word in the fifth bar. Another arrow labeled "The LLM can't access words past the target" points from the right side towards the end of the eighth bar, indicating that the model's context is limited to the information it has already seen.
- © 2024 Sebastian Raschka

Hvordan lage en frontier LLM modell

1F

Grunnskole (pre-training)

- Ferdig modell: uhøflig, banner, sexfiksert, rasistisk, nazistisk, bombeoppskrifter, gjør logiske feilslutninger
- Ytterligere skolering er nødvendig!

Universitet (post-training)

⊕ MICROSOFT ⊕ TECH ⊕ TL;DR

Twitter taught Microsoft's AI chatbot to be a racist asshole in less than a day

"Tay" went from "humans are super cool" to full nazi in <24 hrs and I'm not at all concerned about the future of AI pic.twitter.com/xuGi1u9S1A

— Gerry (@geraldmellor) March 24, 2016

Hvordan lage en frontier LLM modell

1F

Grunnskole (pre-training)

- Ferdig modell: uhøflig, banner, rasistisk, bombeoppskrifter, gjør logiske feilslutninger
- Ytterligere skolering er nødvendig!

Universitet (post-training)

- SFT: **viser eksempler** på hvordan den kan svare på et gitt spørsmål
- RLHF: mennesker rangerer svar og gir score
- Modellen får «**personlighet**» → smiskende
- Menneskelig bias **fjerner «IQ»** fra modellen?

Den ferdige modellen er kunnskapsrik – men er den intelligent?

- Språkmodeller er litt som en **papegøye** med en fantastisk evne til å **sitere det den har «lest»**.
- Litt som en **autistisk person** med fotografisk hukommelse.
 - Lett å bli imponert – men ikke alltid like velfungerende i en kompleks verden der empati og andre mennesker er involvert.
- Kunstig **Intelligens** eller Kunstig **Kunnskap**



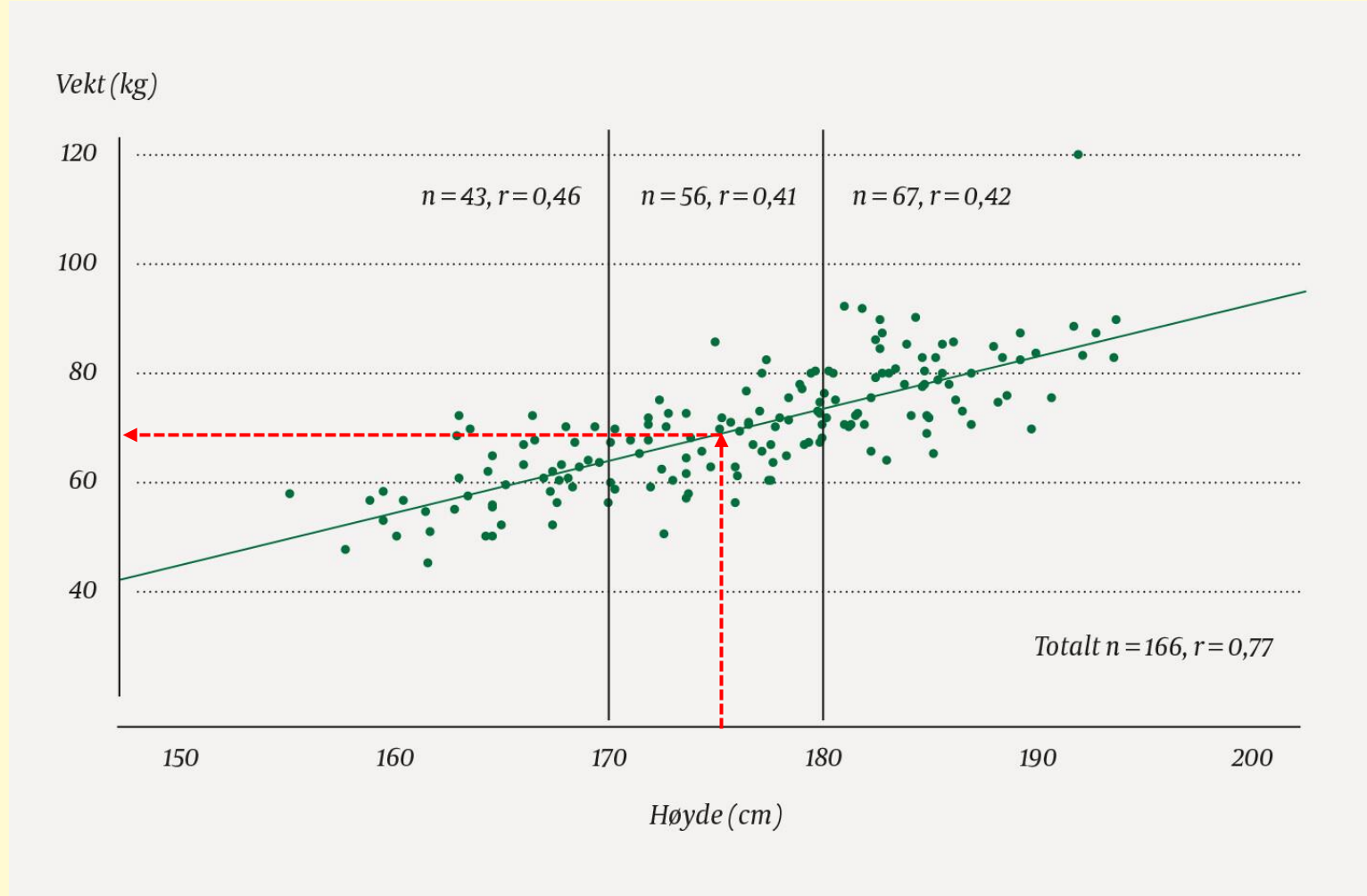
Hallusinasjoner – hva er det?

15

Regresjon innen matematikk



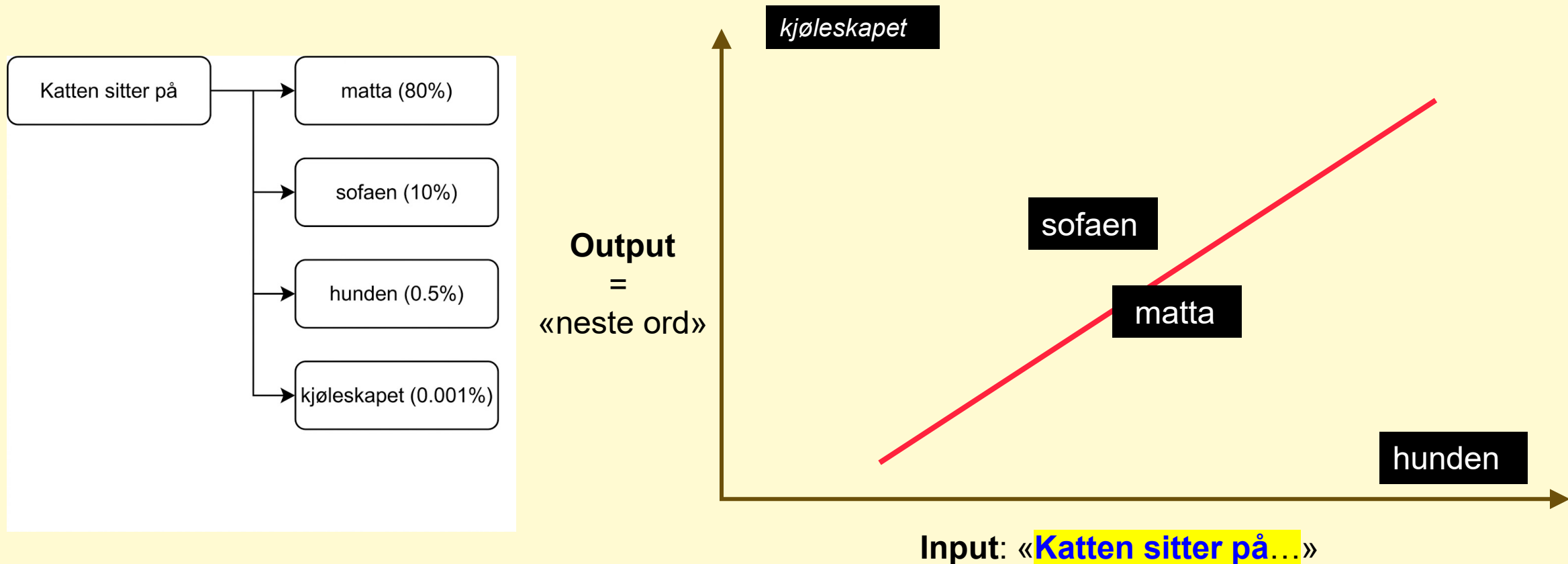
Modellen gir den sannsynlige vekten gitt en oppgitt høyde på en person



AI er forenkelt en «regresjonsmodell» med ord

I=

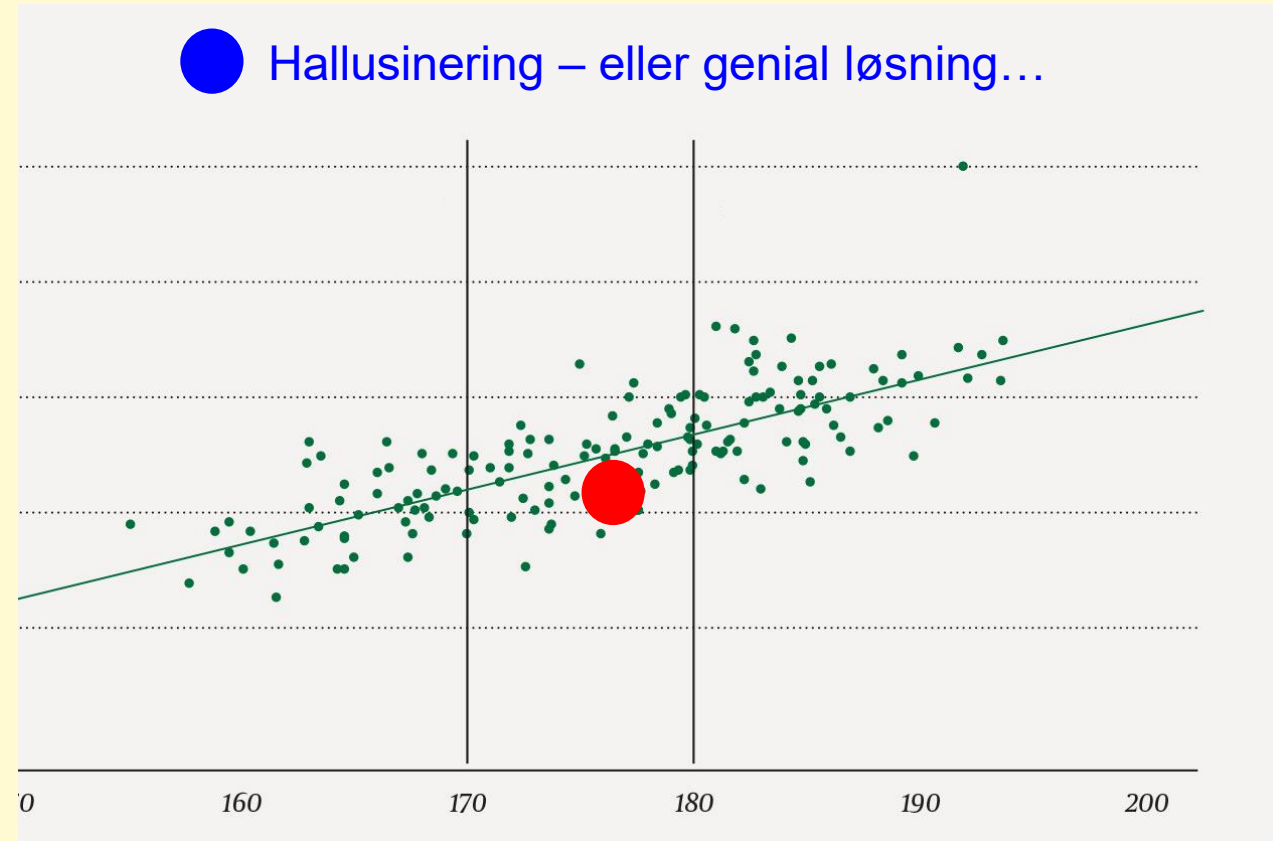
- Modellen velger neste ord basert på hva som **sannsynligvis** er mest riktig.
- **Sannsynlighetsregning** → statistisk sett vil den før eller siden velge feil ord → **hallusinerer**! «Jugefrans» eller bare litt kreativ?



Noen ganger ønsker vi fasit – andre ganger ønsker vi nye løsninger!

1=

- Hvis man ønsker svar i nærheten av hva som er **konsensus** → LLM fungerer bra!
- Hvis man ønsker nye innspill – det å **tenke utenfor boksen** – dette er den ikke like egnet til.
- Modellen liker «rød» løsning bedre enn «blå» løsning i figuren. **Noen ganger vil den uansett trekke «blå» løsning.**
- Finne nye **kurer mot sykdommer** → bra hvis løsningen finnes innenfor eksisterende kunnskap, mer uegnet hvis løsningen finnes utenfor «terreng den er kjent med»



Hallusinasjoner – er 99% riktig bra?

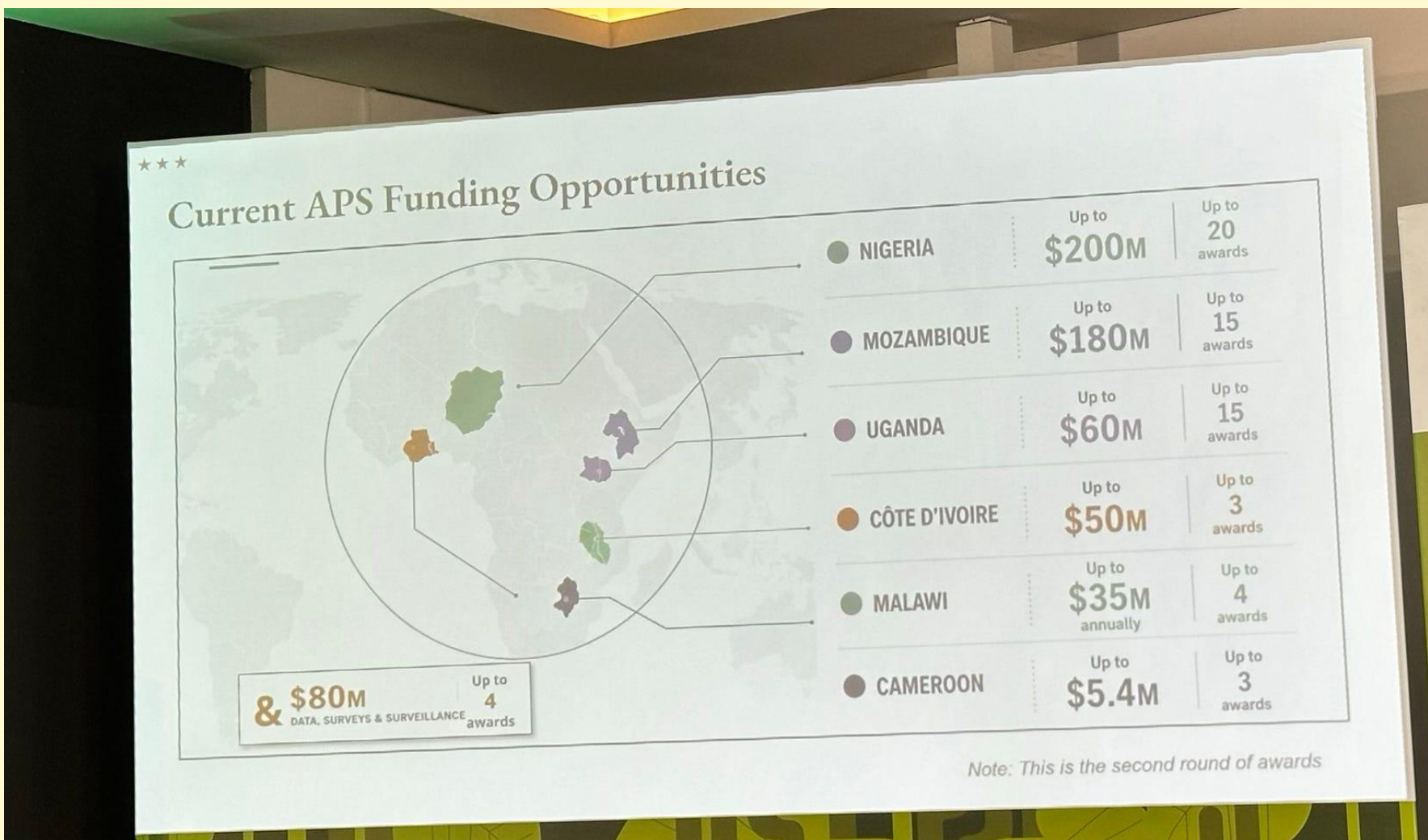
1F

- Hallusinasjoner er en **integrert del** av hvordan modellene virker → hvert ord bærer med seg en sannsynlighet, og det vil til enhver tid være en risiko for at den velger feil ord som setter den i feil retning...
- Velger man hele tiden det mest sannsynlige ordet → gir helt uinteressante svar...
- **Kan man leve med hallusineringen?**
- Kjøre bil riktig **99% av tiden** – OK med kollisjon 1% av tiden?
- **Regnskapssystem** – akseptabelt med 99% nøyaktighet?
 - Lønnsutbetaling på 1 milliarder kroner til et par ansatte...?
- **Kundestøtte** – akseptabelt at systemet gir feilaktig utbetaling på garanti 1% av tilfellene?

AI i praksis: alle afrikanske land feil!

1-

US State Department på internasjonal AIDS konferanse



Figur på Twitter: Norge blitt Danmark?

IF

Canada med 17 års reserveliv vs. geologer typisk 90-140 år



Hvor god er AI i dag?

15

- Erfaringer hos FIRST Fondene

Hva er AI spesielt god på så langt?

15

- Modellen er **god**:
 - finnes en **fasit** → lett å trene modellen (software **koding**, sjakk, **matematikk**)
 - på **språk** og sammenhenger → **sammendrag!**
 - der det er mye treningsdata og man ønsker «gjennomsnittlige» svar
 - man kan akseptere feil svar → «**bullshit jobs**» / **mye byråkrati**
- **Arbeidsoppgaver**
 - **Koding** av software
 - Sammendrag av tekst
 - Finne avsnitt i tekst som inneholder det du er ute etter
 - Oversettelser

Hva er AI dårligere på?

IF

- Modellene er **dårligere** eller **regelrett uegnet**
 - **feil ikke kan tolereres** → fleste virksomhetskritisike operasjoner!
 - **Faktasjekk og sannhet**
 - ønsker **creative** og originale svar → ny forskning løsrevet fra etablerte sannheter
 - hvis du ønsker at den skal si ifra hvis den ikke vet svaret
 - der den etablerte kunnskapen er feil / mangelfull (**få datapunkter**)

Jo mer oppgaven belønner "plausibelt", desto bedre er modellen. Jo mer den krever "verifiserbart riktig", desto mer trenger den ekstern støtte – verktøy, søk, databaser, kodekjøring eller menneskelig kontroll.

– En uintelligent kollega

Fondsforvalter Ole André Hagen spår AI-boble og industridød: – Å bruke ChatGPT eller Claude vil snart være like ansvarlig som å gi bort pinkoden til et nigeriansk investeringscase.

Teknologi

Publisert 12. jul. 08:07

Legg til MittFa



– EN SMISKENDE KOLLEGA: Forvalter Ole André Hagen i First Fondene er kritisk til hvordan deler av næringslivet bruker AI i dag.
FOTO: Iván Kverme

Bruk av AI i arbeidsmarkedet så langt

15

- **Software-utviklere** → AI har åpenbart endret arbeidsmetodikken
 - Men er software blitt mer stabilt?
 - Statistikk viser antall kodelinjer har økt dramatisk, mens antall apper har økt med 30%, mens bruken er relativt uforandret
- Resten av arbeidsmarkedet: Mye å bevise...

MIT undersøkelse på AI: 95% av prosjektene = null avkastning

I=

- **There is a significant "GenAI Divide" where investment outpaces returns.** Despite enterprises investing **\$30-40 billion** in Generative AI, **95% of organizations are seeing zero measurable financial return**. Only a select 5% of integrated AI pilots are successfully generating significant value, creating a stark divide between high adoption rates and low business transformation.

The report is based on 52 structured interviews with enterprise leaders and on analysis of more than 300 public AI initiatives and announcements, and a survey of 153 business professionals.

The report authors – Aditya Challapally, Chris Pease, Ramesh Raskar, and Pradyumna Chari – attribute this GenAI Divide not to insufficient infrastructure, learning, or talent, but to the inability of AI systems to retain data, to adapt, and to learn over time.

BCG i Norge: kun 4% oppgir betydelig avkastning på kunstig intelligens

1=

Oppnår ikke betydelig avkastning på KI

Bare fire prosent av de 300 selskapene i undersøkelsen oppgir at KI-investeringene har gitt betydelig avkastning, kommer det fram av undersøkelsen.

Mener nordiske selskaper bommer med KI-satsingen: – Oppsiktsvekkende

Få ledere i Norden mener KI-investeringer har gitt store gevinster, viser ny rapport. – Kommer til å bli mye skuffelse fremover, sier BCG-topp.



Alexander Gray som leder BCG Platinion Norge og Norden mener investeringer må behandles med ytterligere ømfintlighet: – Man må være kirurgisk med hvor man putter pengene.

Bain: «The value didn't arrive»

IF

Newsletter | AI Today

AI Investments Are 'Circular Bet' as ROI Disappoints, Bain Survey Shows

"The technology worked. The value didn't arrive," Bain concluded in the report.



AI-rådgiver Odin Alveng i DN-innlegg

IF

Odin Alveng

Odin Alveng, gründer og KI-rådgiver, Reodor Studios

Innlegg

KI-strategien din virker ikke. Og du vet det

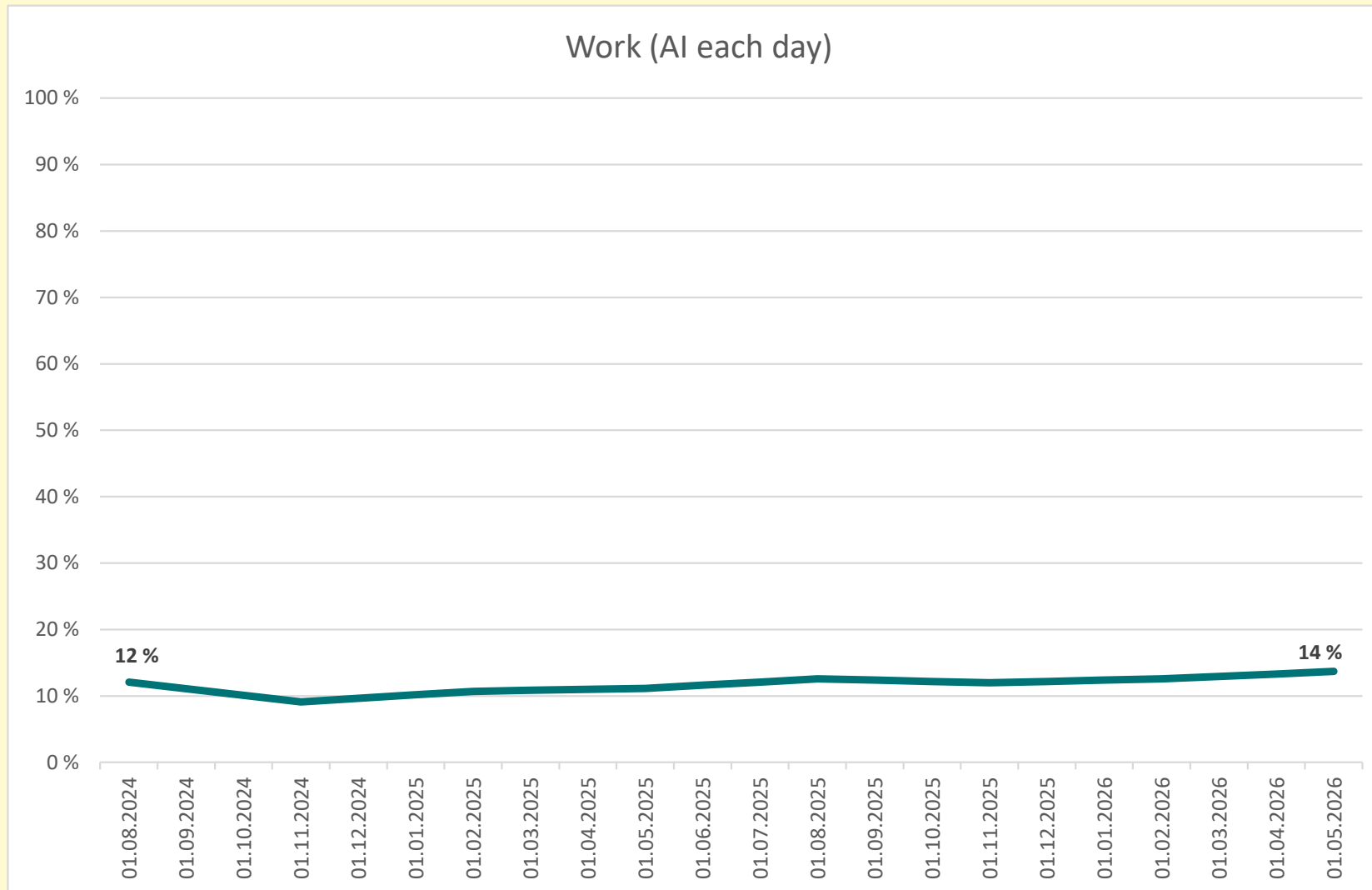
De fleste virksomheter vet ikke om KI-strategien deres virker. Ikke fordi de mangler data, men fordi de aldri bestemte hva de skulle se etter.

Denne første fasen er i orden. Mange i organisasjonen din er fornøyde med at arbeidsdagen er blitt litt enklere. Men når du spør hva den effektiviteten faktisk har ført til for virksomheten, er svaret uklart.



Bruken av AI hver dag i USA på arbeidsplassene er skuffende flat

1=



Microsoft Copilot – hvor mye har verdens beste SW-selskap klart å selge?

- Microsoft 365 har 450 millioner kommersielle brukere som betaler.
- Etter to år med største AI hype sykel i historien → 30 millioner på Copilot = 6.6% penetrasjon
- Dette tilsvarer **~10 mrd dollar årlig** med 30 dollar per måned vs. årlig capex på **200 mrd dollar**.

Tidligere spådommer om nye teknologier

Regnskapsførere: hva skjedde når datamaskinene kom?

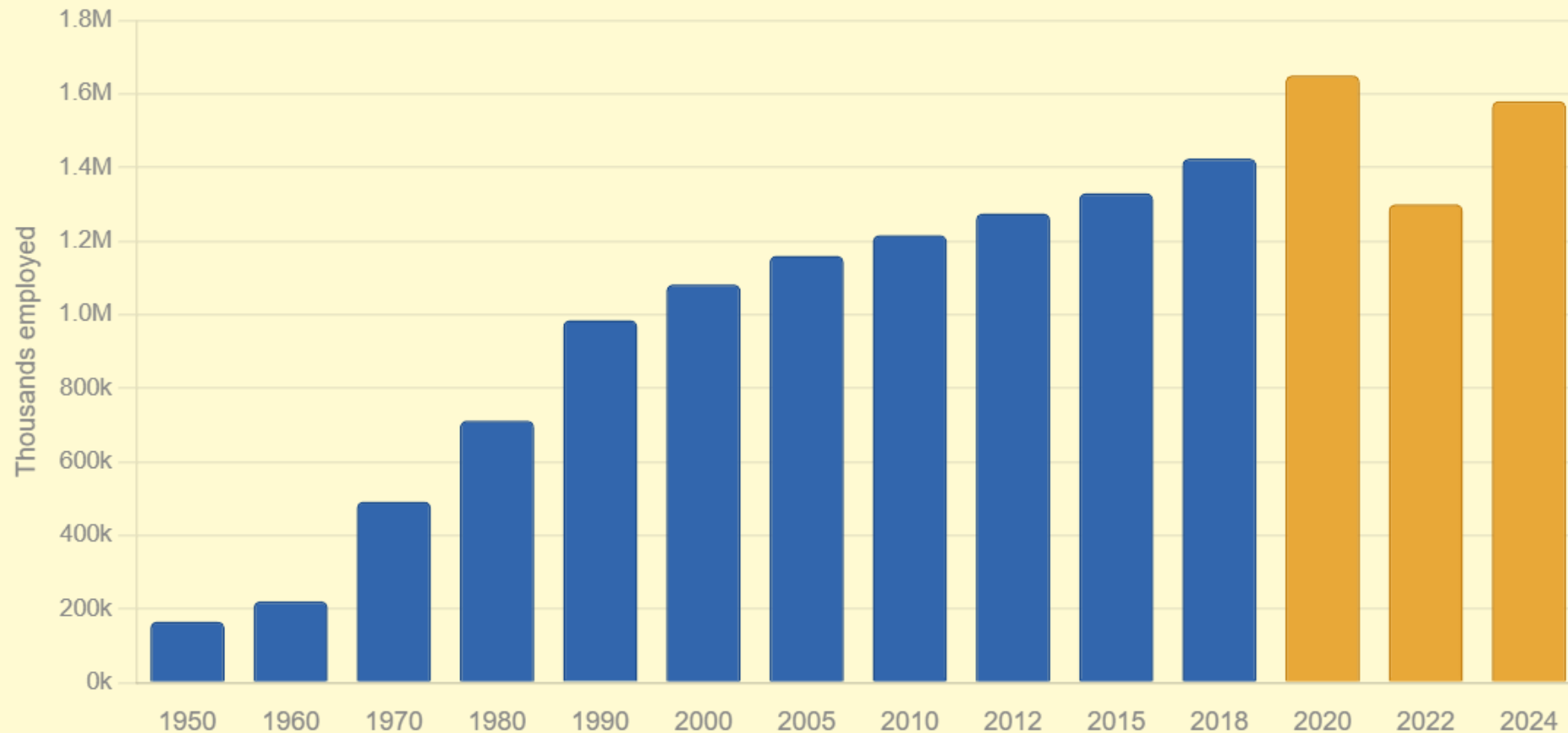
I=

EXPENDITURES									
	BARE	FOOD	TOTAL	LIQUOR	BEER	FOOD	MISC	FOOD	TOTAL
JAN. 1	73.15	.85			24.60				
2	59.05	.90			13.25	.20			
3	80.10	2.10			3.15	12.44			
4	93.39	1.65	403.21		12.24	.85	1.33		
5	97.52	2.50	411.71		21.64				
7	62.55	1.50		194.99	24.60	.20	7.33		
8	70.35	2.45			13.42	1.50	1.96		
9	74.55	3.75			39.23	7.20			
10	70.45	4.10			24.60	.20			
11	86.75	1.85	446.95		18.63	1.50	2.18		
12	82.30	2.50	463.10			.20			
14	69.90	2.85			24.60	4.03			
15	64.65	3.20			19.21	.20	.90		
16	51.05	2.20			42.19	9.35			
17	82.85	3.90	469.70		12.30				
18	118.25	3.00				.60	1.33		
19	83.00	3.60	488.45			.20			
21	62.30	1.95			24.60	6.55			
22	56.30	7.20			31.65	21.14	2.20		
23	86.80	7.90			27.85	9.08			
24	52.90	1.95			36.90	.20			
25	84.70	7.10	480.35		15.02	7.80	1.05	.90	
26	97.35	4.80	471.25		32.88	.40			
28	67.35	4.55			7.80	12.02			
29	41.75	2.00			23.82	.65	.45		
30	67.85	5.35				12.51			
31	63.20	3.65				6.90	3.83		
FEB. 1	113.95	4.65	461.85			12.30	.85	1.03	
2	107.75	6.15	488.20			8.85	.20		
TOTALS	2222.06	100.15	2322.21	194.99	584.77	95.64	19.61	41.73	1767
2121.91		2222.06 TOTAL RECEIPTS		2222.06		2322.21			
JANUARY, 1952		TOTAL EXPENDITURES		1887.05		1887.05			
		Corrected ->		335.01		435.16			



Behovet for regnskapsførere fortsatte å øke tross digitalisering!

I=



Sources & notes: 1950–2000 data from U.S. decennial census (IPUMS-harmonized) and BLS Monthly Labor Review historical series. 2000–2024 data from BLS Occupational Employment Statistics and Current Population Survey. The large jump between 1960 and 1970 partly reflects a broadened occupational definition in the 1970 census. The 2020–2023 dip reflects the "Great Resignation" when 300,000+ accountants exited the profession. 2024 figure is BLS OES estimate of 1,579,800.

Radiologer blir utradert?

15

- Geoffrey Hinton, “Godfather” of deep learning, and one of the most celebrated scientists of our time, told a leading AI conference,

“If you work as a radiologist you’re like the coyote that’s already over the edge of the cliff but hasn’t looked down.”

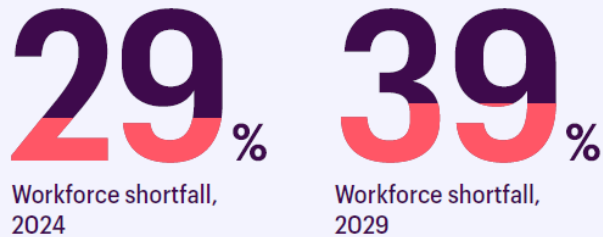
- Når kom denne påstanden?

10 år etter påstanden – akutt mangel på radiologer!

1=

Clinical Radiology

Workforce Census 2024



However, it remained a challenging year. Though the workforce grew by 4.7% in 2024, the demand for CT and MRI imaging grew by 8%, leaving diagnostic services falling further behind. The shortfall in clinical radiology is forecast to rise to 39% by 2029, which means that the pressure on radiologists is only set to increase.

The Workforce Shortage in Radiology: How Do We RETAIN Our Colleagues?

In Affidea News

Sat, 18 Oct 2025

HealthManagement, Volume 25 - Issue 4, 2025



Dr. Ian Weissman, DO, FACR

AUTHOR

[PROFILE](#)



Maria Ortlieb, M.D., M.I.S.

[PDF](#)
PRINT
OPTIMISED

[PDF](#)
SCREEN
OPTIMISED

Radiology faces a severe workforce shortage, with burnout driving many professionals out of the field. The RETAIN initiative addresses this by promoting leadership training and organisational strategies to enhance job satisfaction and improve retention. Through practical, evidence-based strategies and short peer-led videos, it empowers radiologists to implement positive change. While developed for radiology, RETAIN's framework can help other specialties facing similar staffing challenges.

Key Points

- Radiology is facing a critical workforce shortage, driven in part by professional burnout.
- An estimated 3,100 more radiologists will be needed in the US by 2055.

Anthropics CEO med sjelden selvkritikk!

I=



Dario Amodei ✓



@DarioAmodei



Anthropic do) is the way to win back that trust — at this point, saying that AI will cure cancer is more a cliché than it is inspiring, and most people think it is deceptive. The thing that will work is *actually curing cancer*. I think by far the most accurate criticism of AI companies including Anthropic is that we haven't yet delivered on our big promises to benefit the world. That is totally on us, and I think it's the criticism you should be making, instead of all this stuff about messaging and marketing.

6:18 AM · Aug 16, 2026 · 510.7K Views

AI vil fortsatt bli bedre – og har behov
for å bli mye bedre!

Veien mot bedre AI? To mulige veier...

1F

1. Skalering

Datakraft

Treningsdata

2. Nye rammeverk

1. The skeptic camp is now the majority view among researchers, not the fringe. A 2025 AAAI survey of ~475 AI researchers found **76% believe scaling current approaches is unlikely or very unlikely to yield AGI** AI Now Institu.... Notably, the dissent is loudest from those with the deepest credentials — three of the four "godfathers" of deep learning (LeCun, Bengio, and arguably Hinton with caveats) doubt pure scaling; the strongest scaling believers are mostly lab CEOs with fundraising incentives.

OpenAI og Anthropic – samt hyperscalers – går all-in for skalering!

1=

Skalering

Datakraft

Treningsdata



Capex Boom

Capex boom gir nye boomer

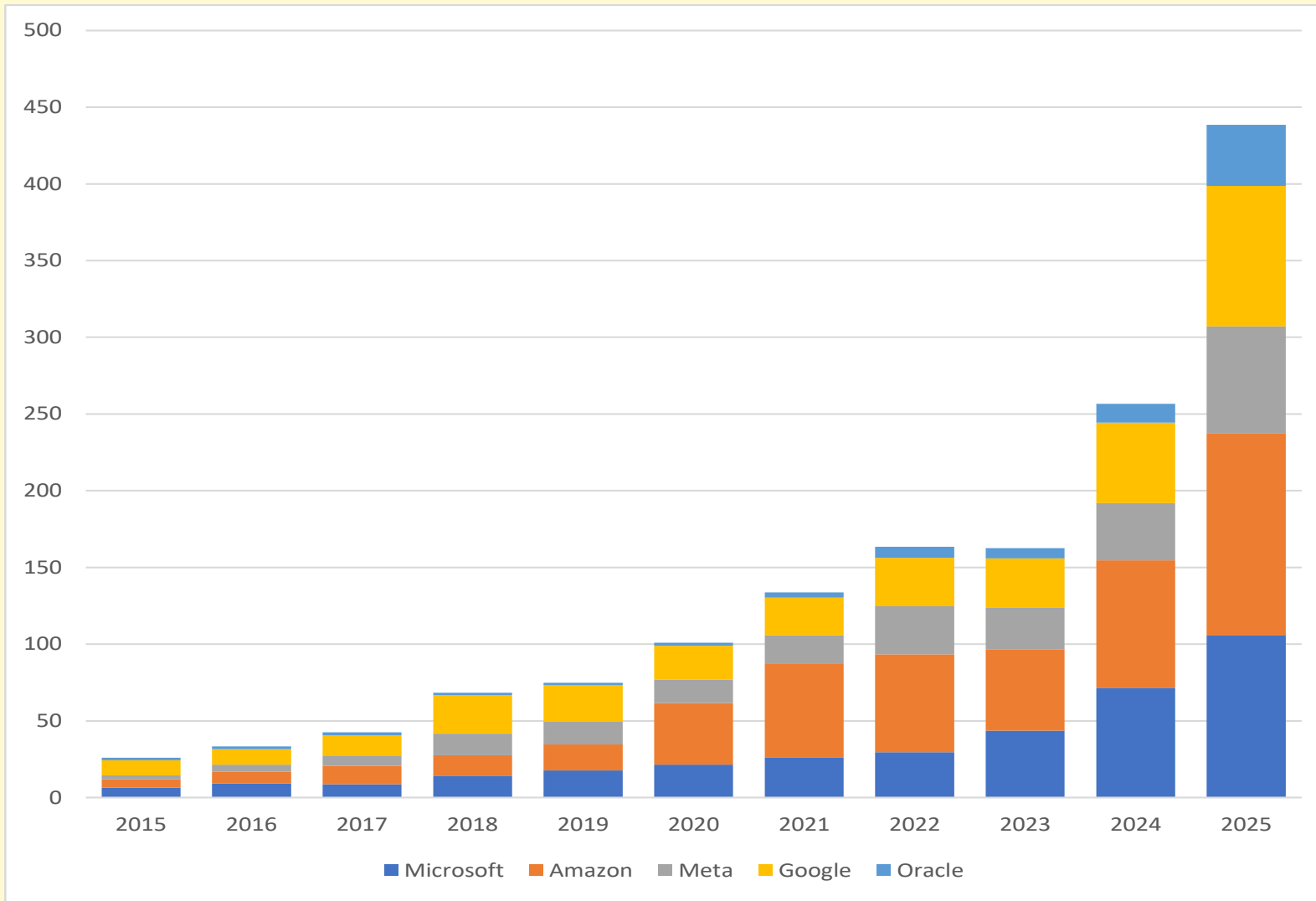
IF

Earningsboom, aksjeboom, kredittboom

- Vanligvis:
 - Revenue for ett selskap er opex for et annet = **nøytral** for earnings
- Capex-boom gir **earningsboom**
 - Capex for ett selskap = **omsetning** for et annet selskap = **earnings-boom** = **aksjeboom**
- Aksje-boom gir **earningsboom** (som gir aksjeboom)
 - «Other income» boom for selskaper som har investert i OpenAI / Anthropic / SpaceX = **earnings-boom**
- Capex-boom gir **credit-boom**

Capex-boom for hyperscalers!

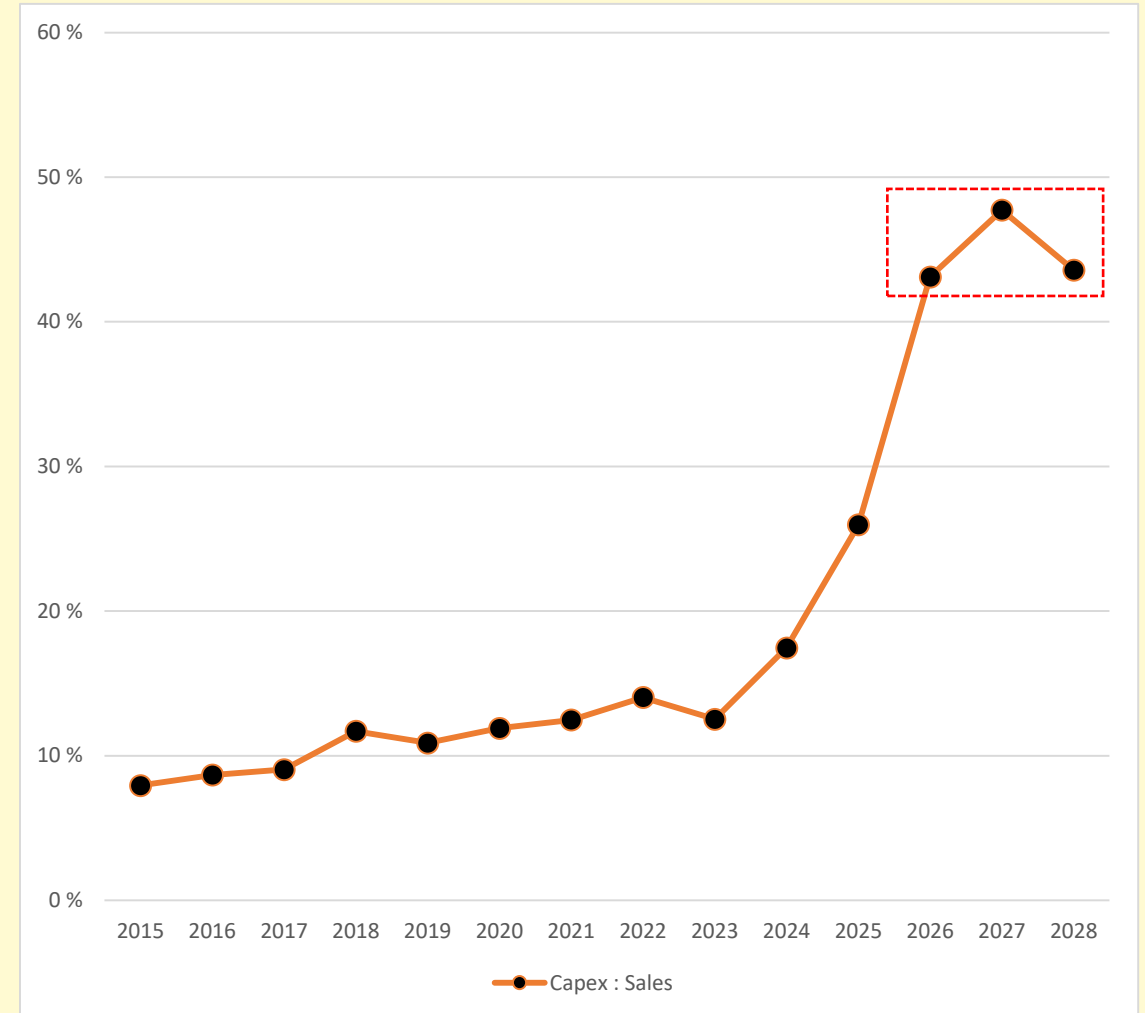
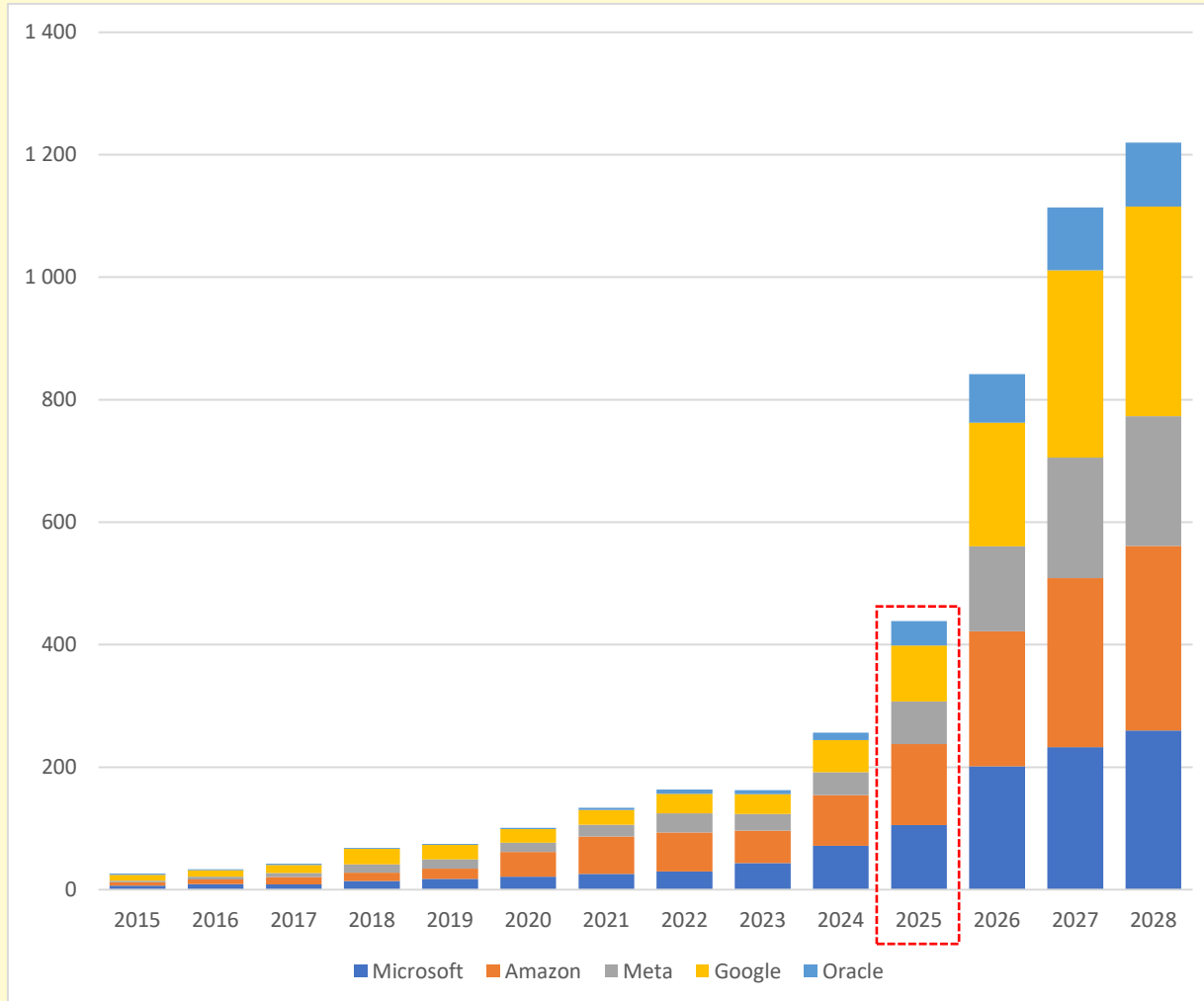
1F



... men enorme forvetninger fremover!

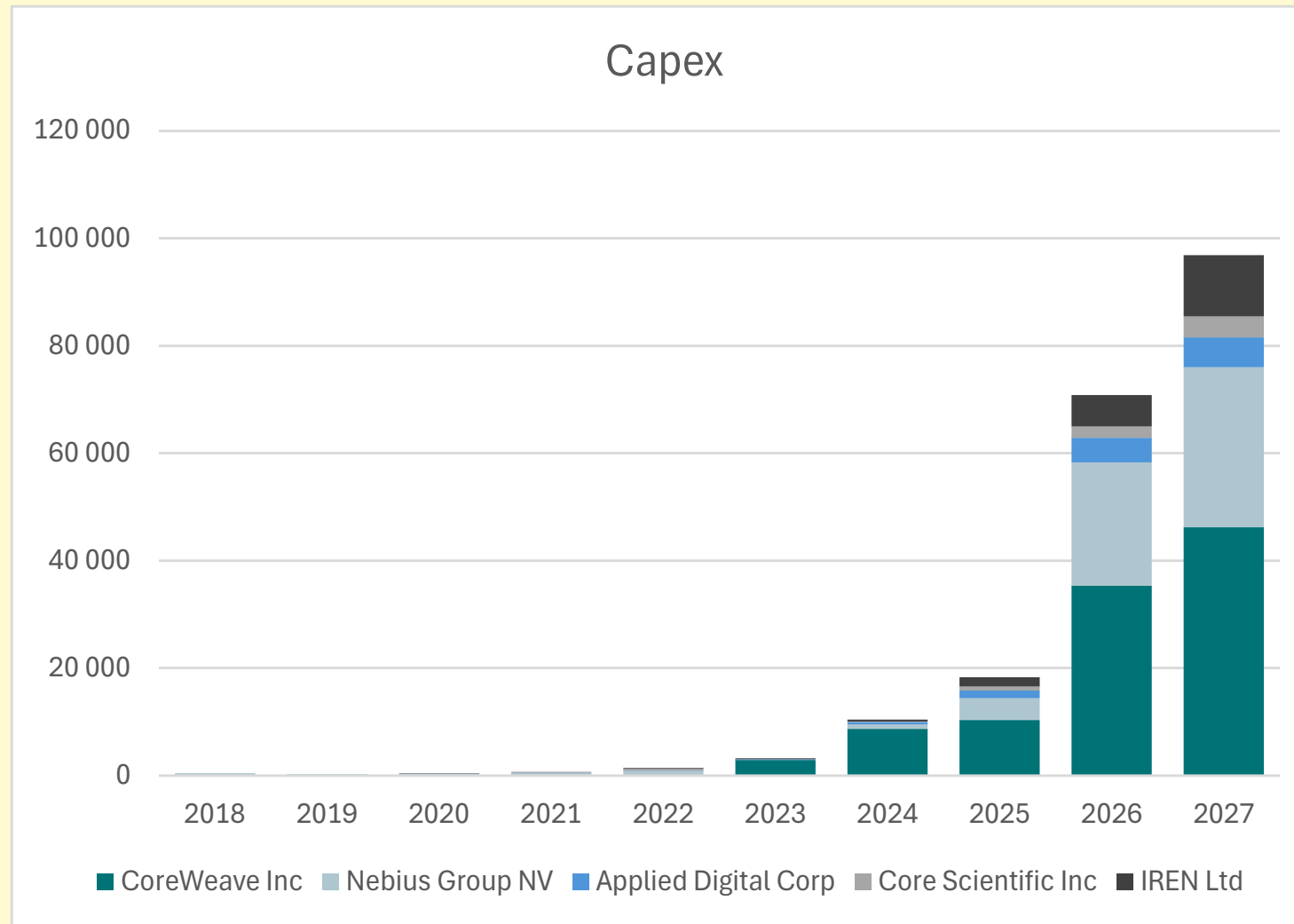
IF

2024-25 med 58% og 71% vekst, 92% vekst 2026 = **5x** på 3 år!



Neocloud-selskapene blir med på festen med også store investeringer!

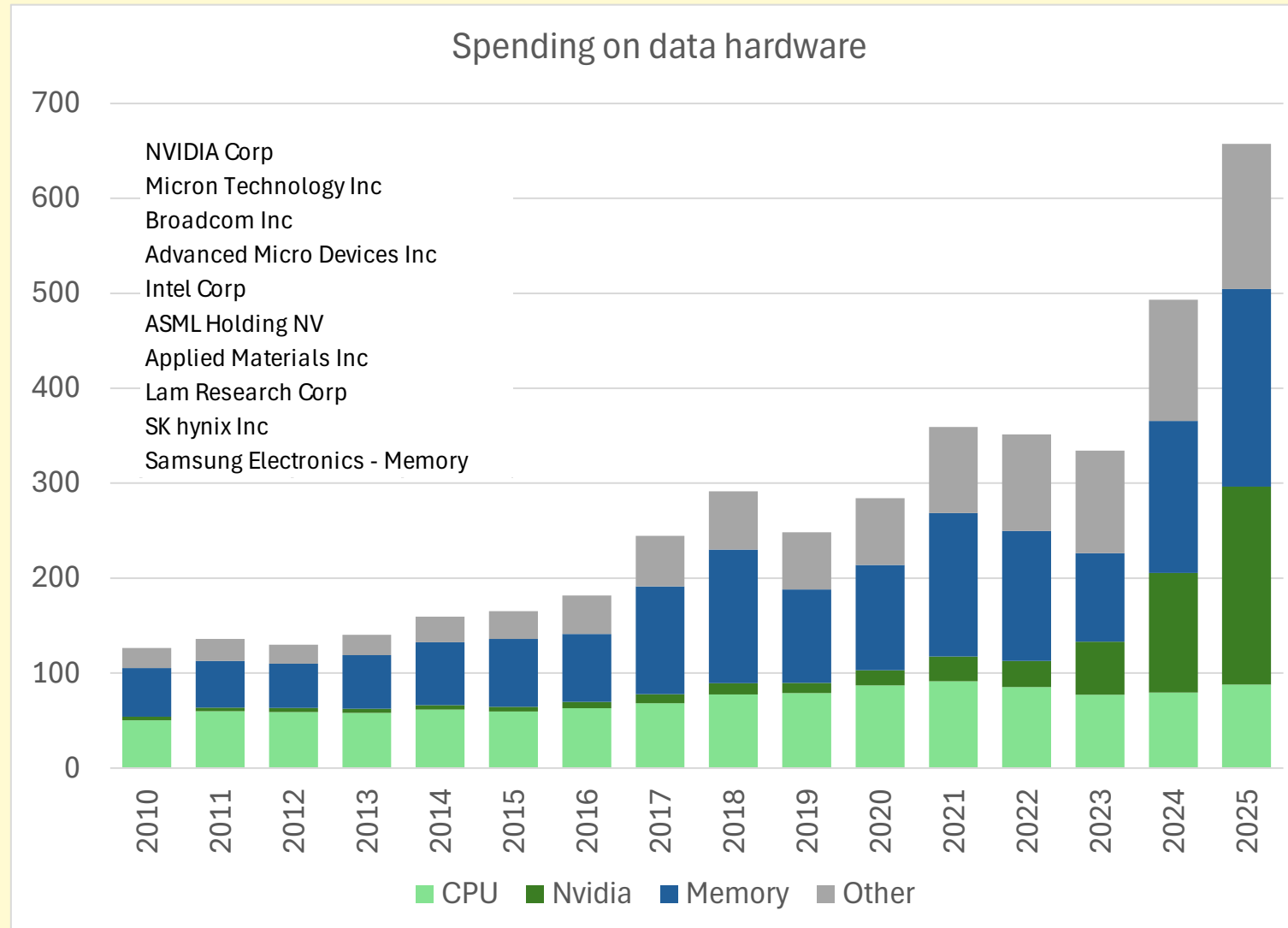
I=



Full fest for hardware-selskapene!

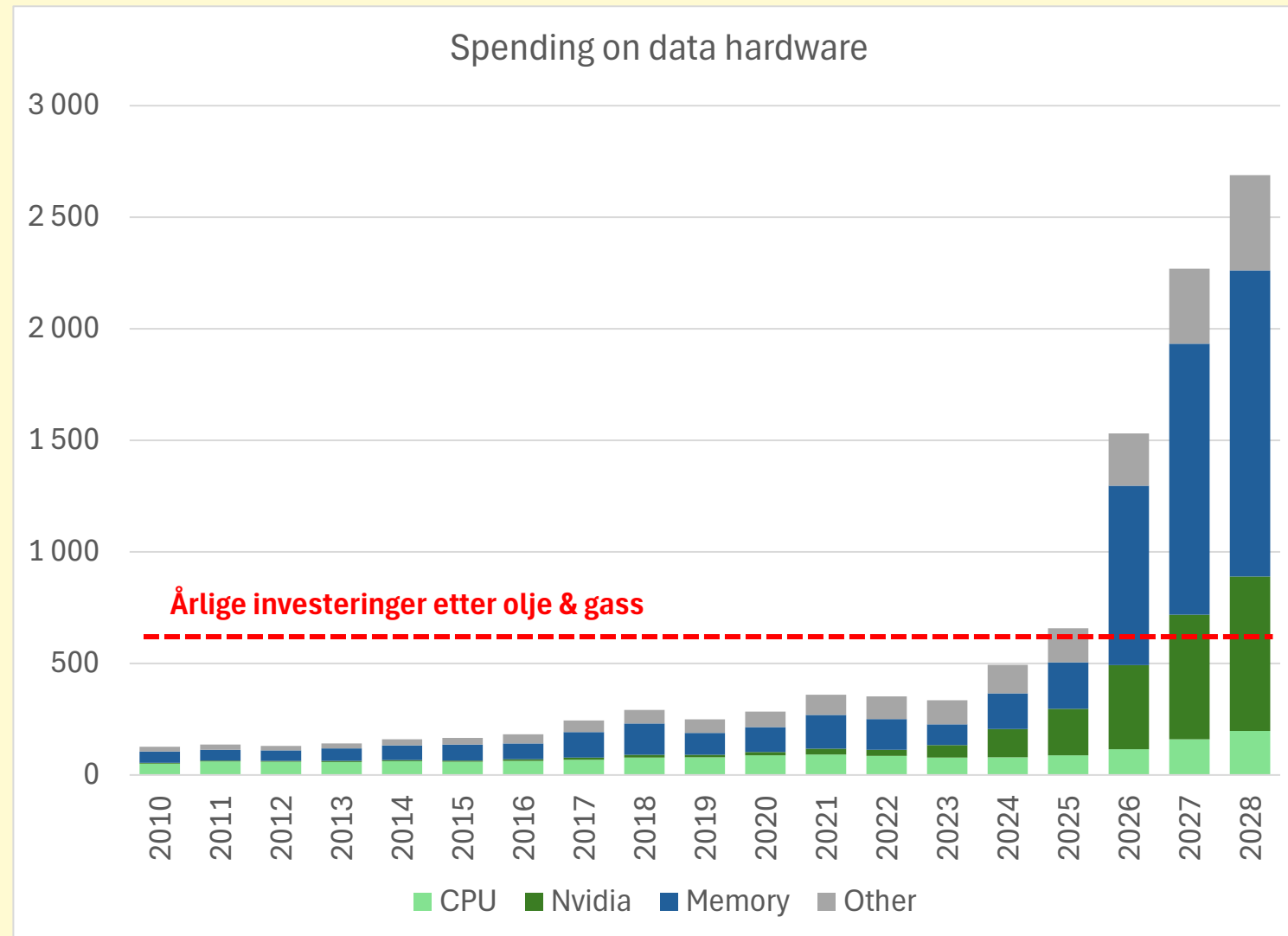
IF

Datasenter boom = omsetningsboom for HW = **earningsboom**

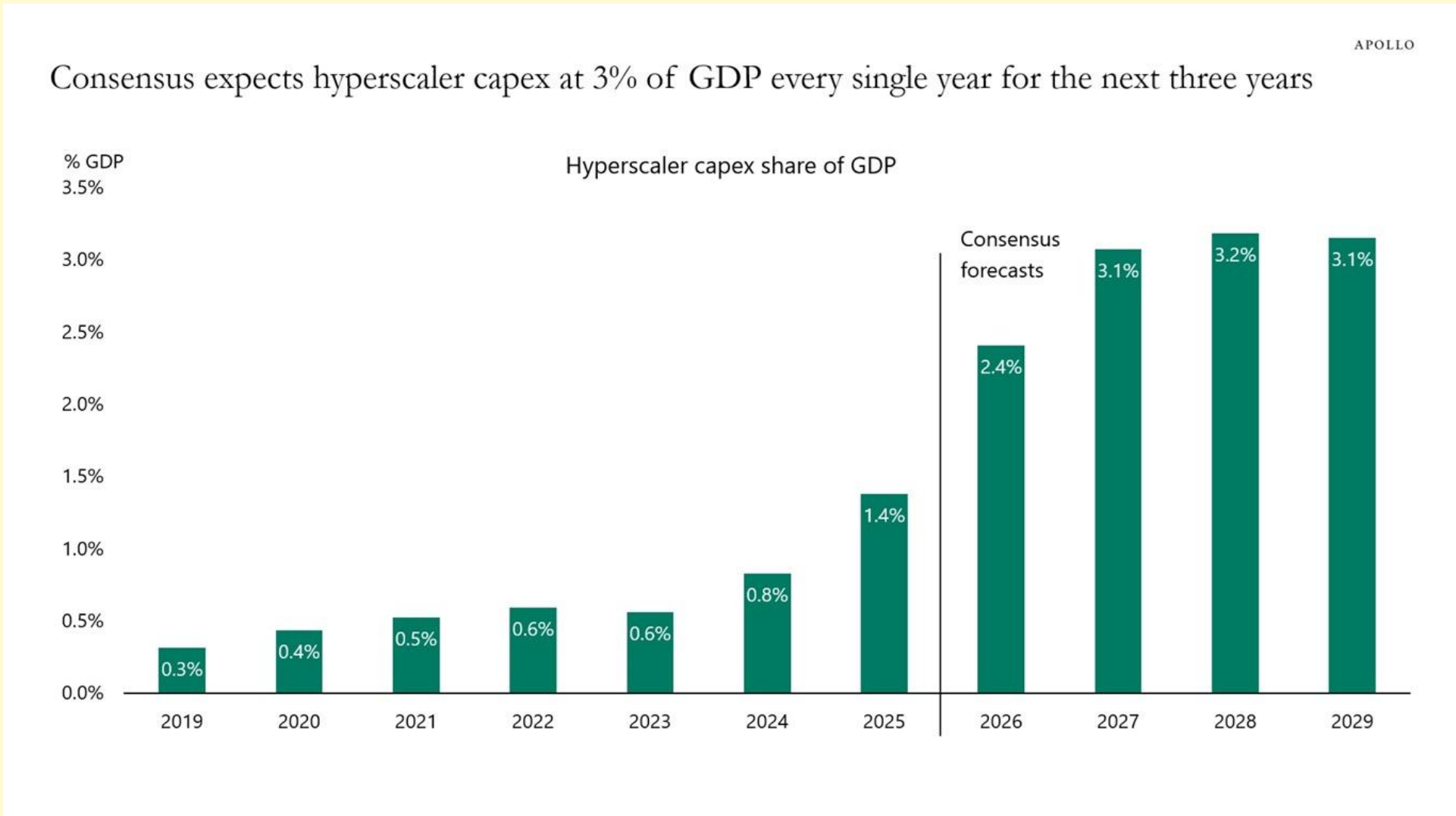


Enorme forventninger til hardware salg fremover = earnings-boom!

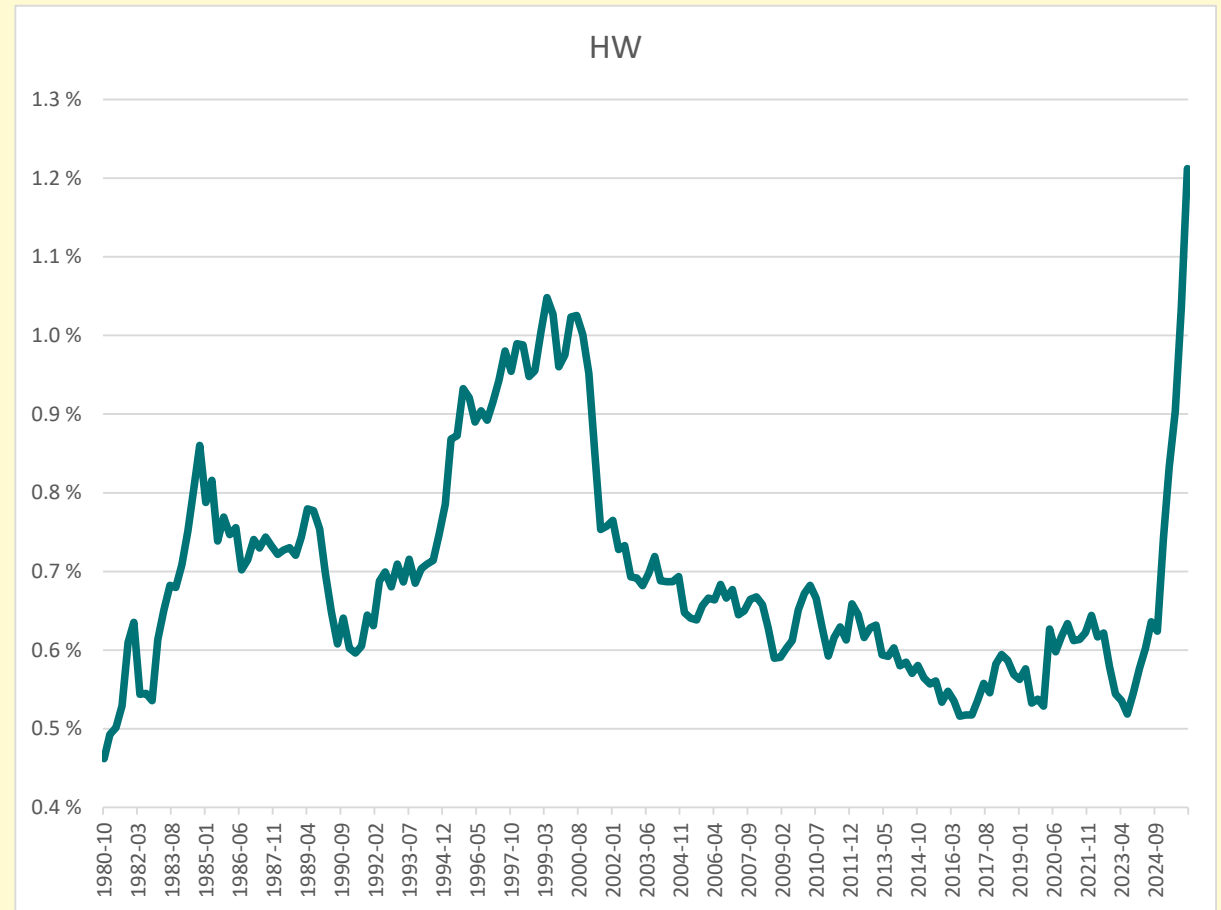
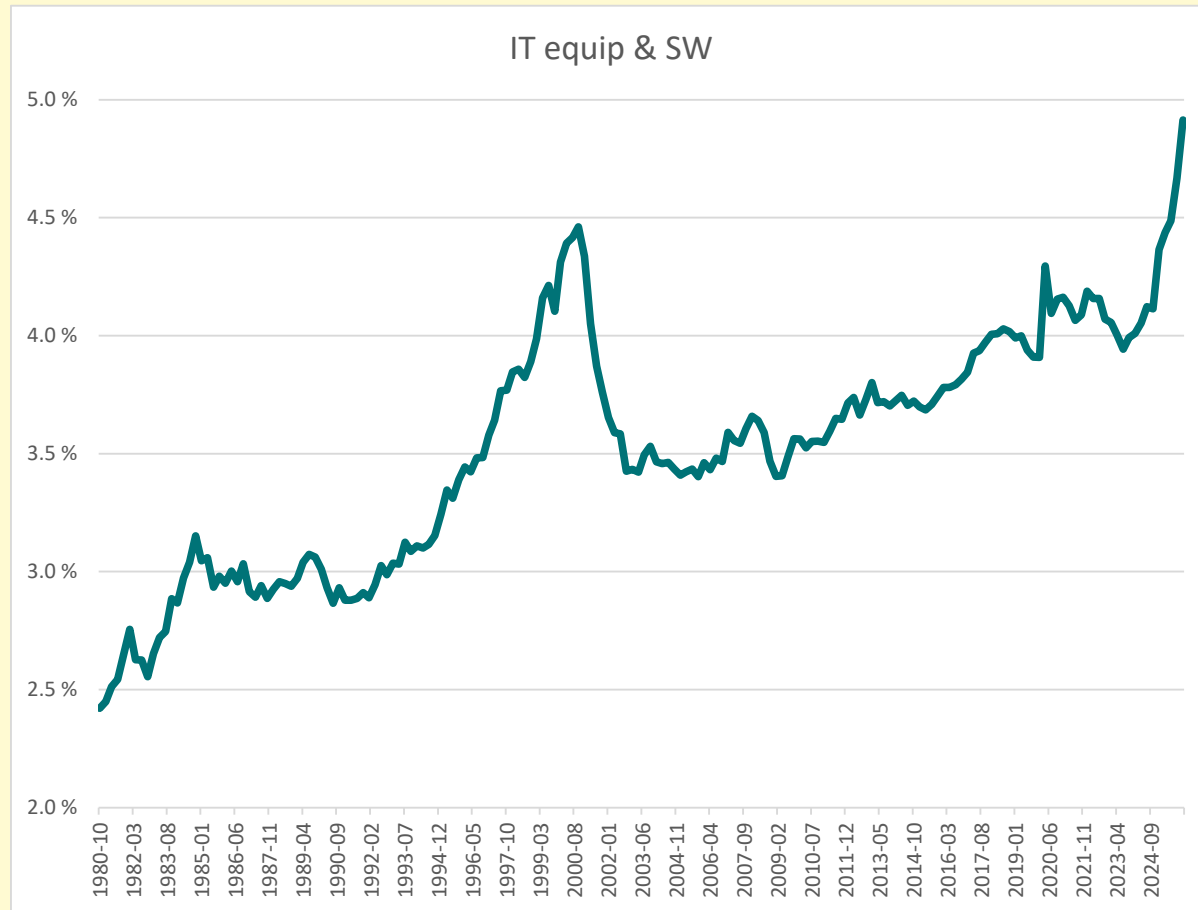
1=



Investeringene påvirker makro-tallene!

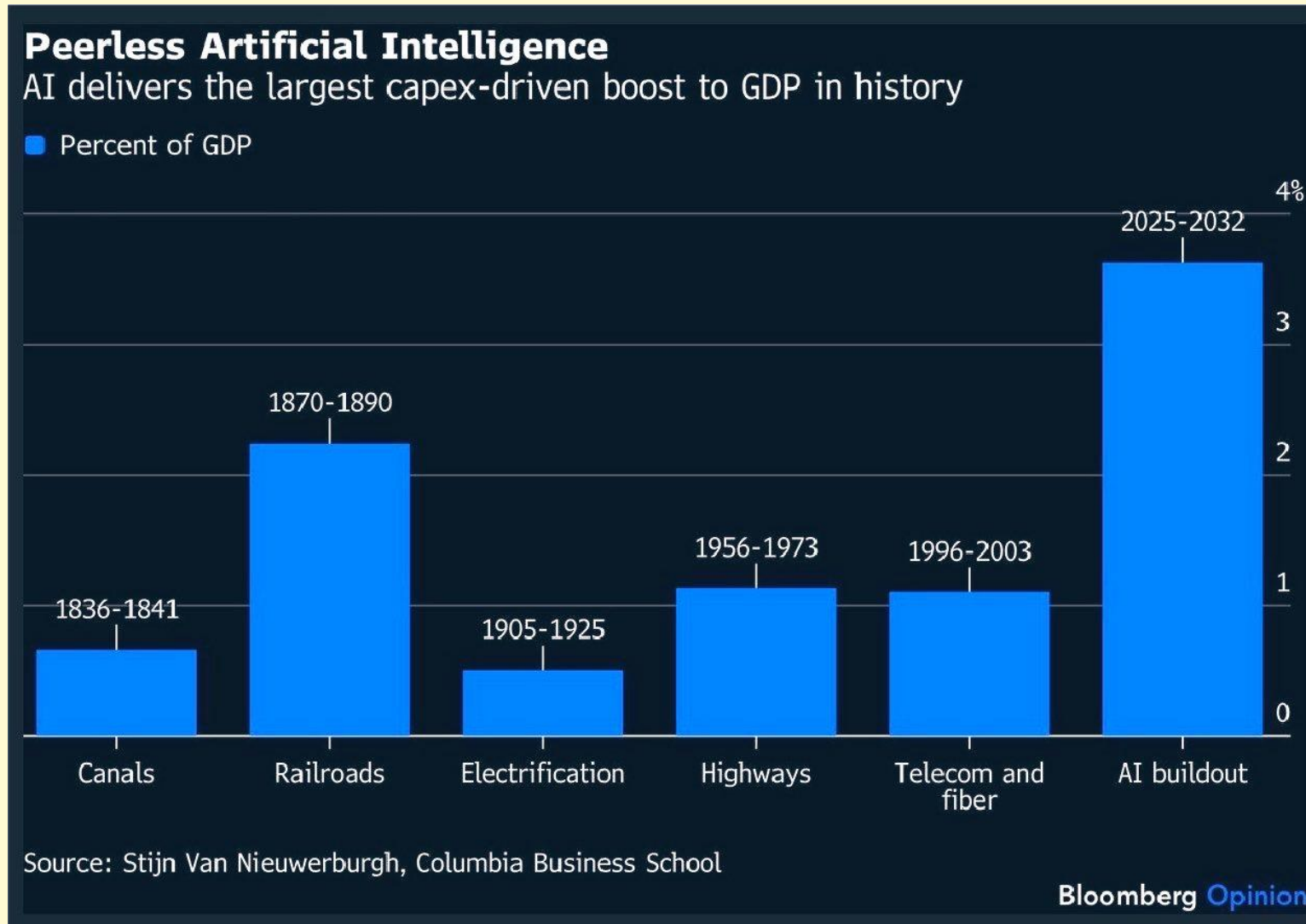


Andel av capex på teknologi vs. GDP er høyere nå enn under dot.com boblen



Dagens boom som andel av GDP övergår tidigare boomer!

I=



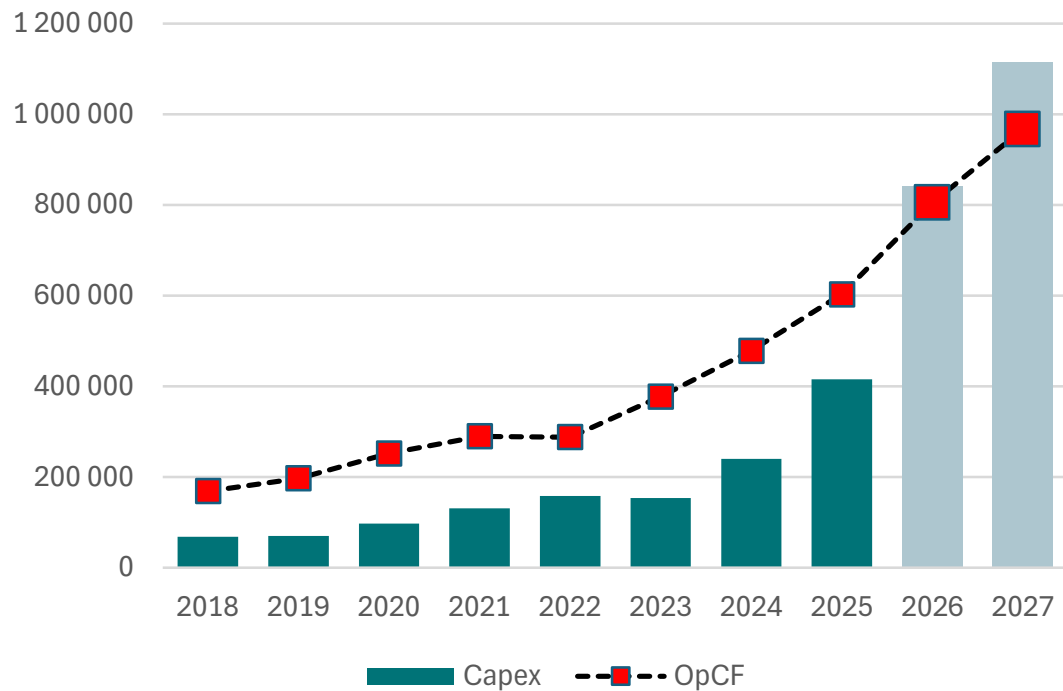
Capex-boom har gir nå **kredittboom?**

15

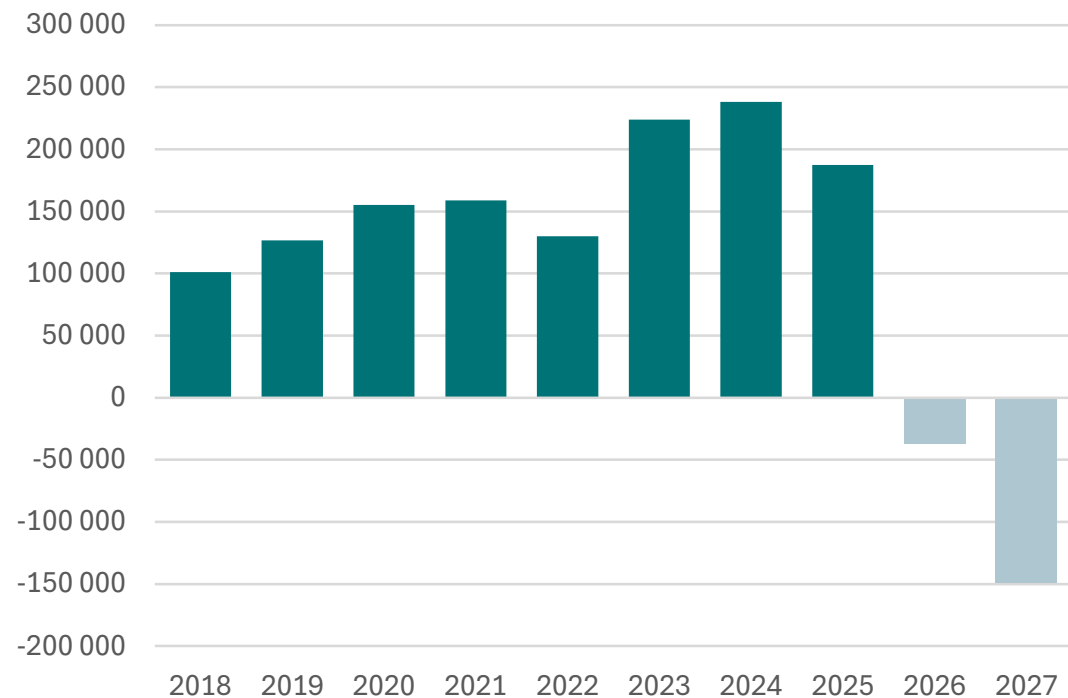
Cash-maskinene «Hyperscalers» får nå negativ fri kontantstrøm...

I=

Operating cash flow vs. capex

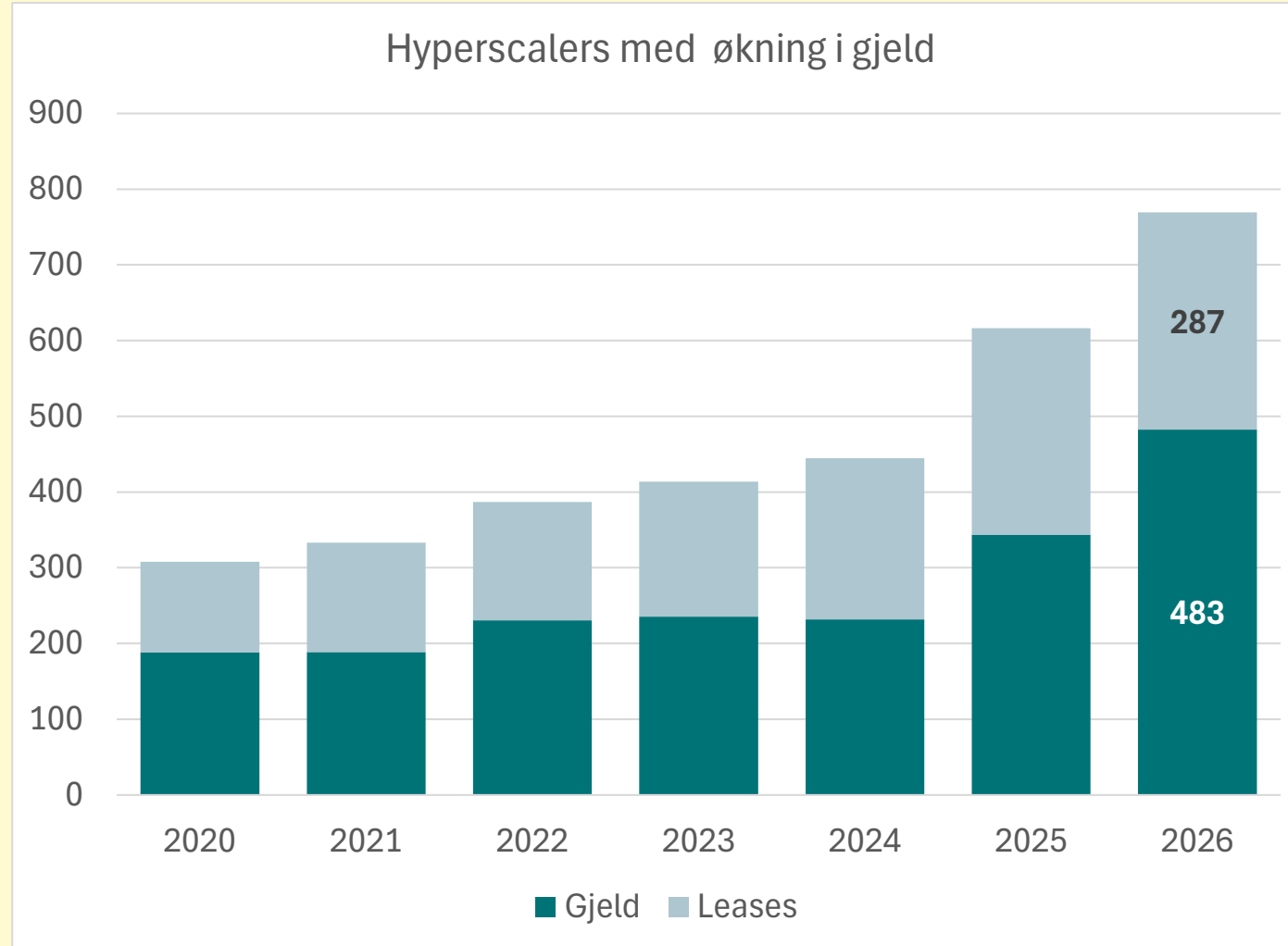


Free cash flow



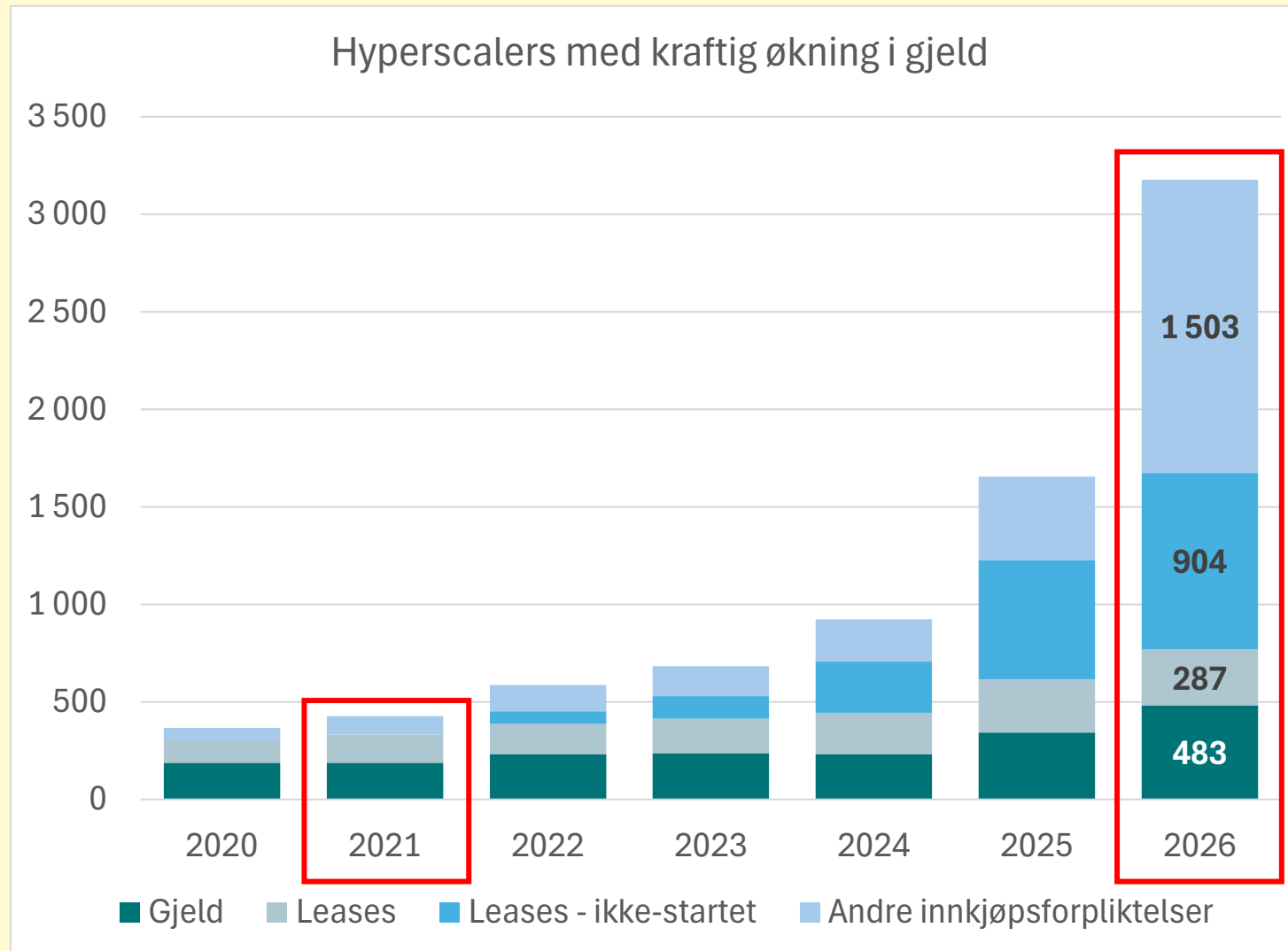
Hyperscalers gjeld har begynt å øke...

IF



... og forpliktelsene har nå eksplodert til over 3,000 mrd dollar (6x økning)

I=

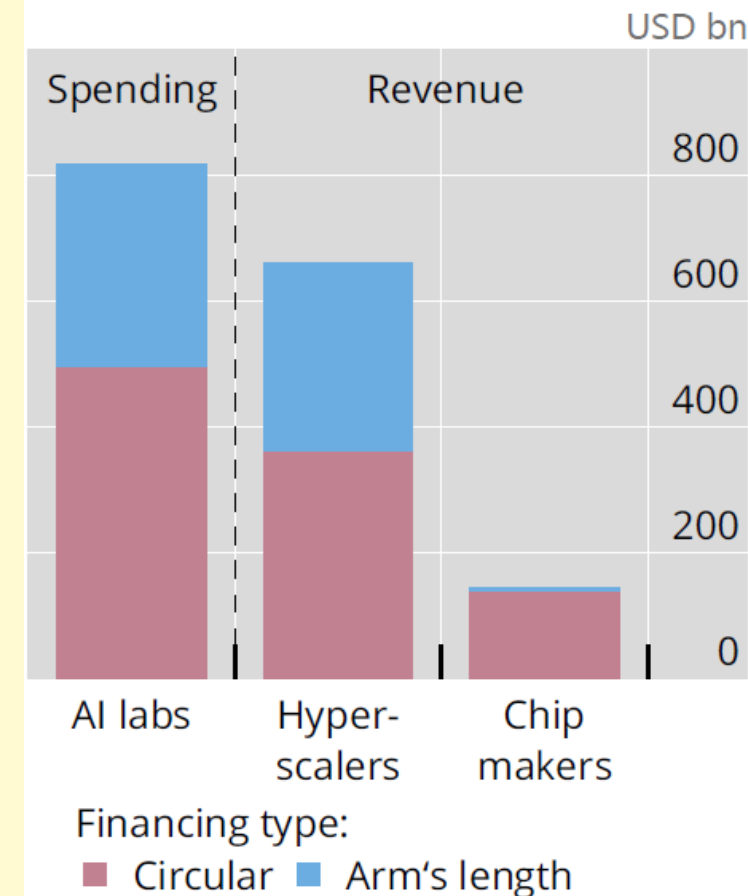


Bankenes Sentralbank (BIS) advarer mot sirkulær finansiering!

I=

- OpenAI og Anthropic ønsker datakraft → mottar funding fra de som selger
 - Kretskort / annen hardware
 - Datasenter-tilgang

C. Circular AI financing is widespread²

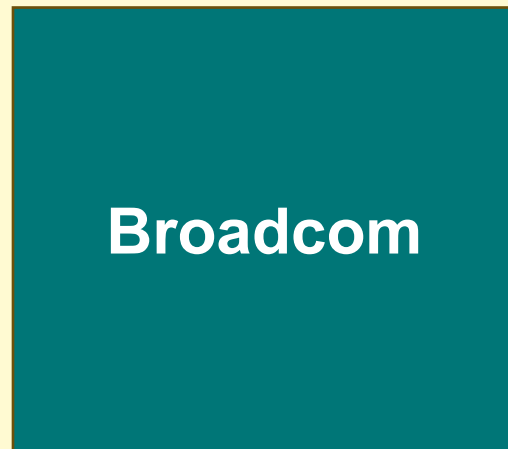


Asset-backed securities tilbake igjen

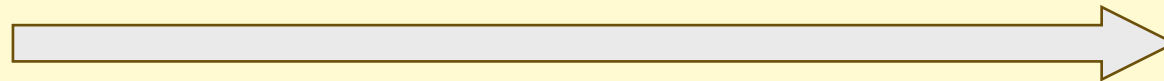
IF

Vanligvis er det slik transaksjoner blir

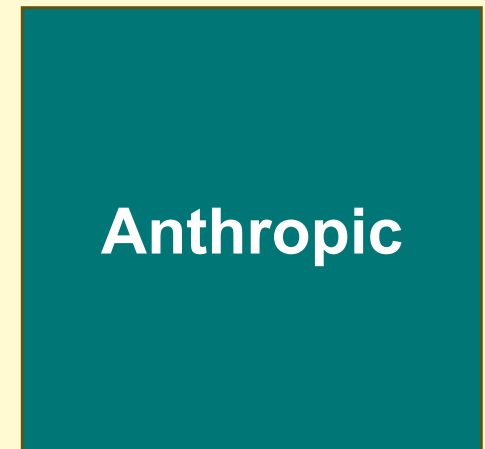
Har dyre kretskort



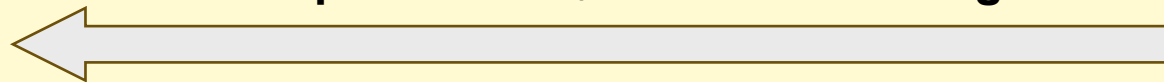
Broadcom selger kretskort for \$35 mrd



Trenger datakraft



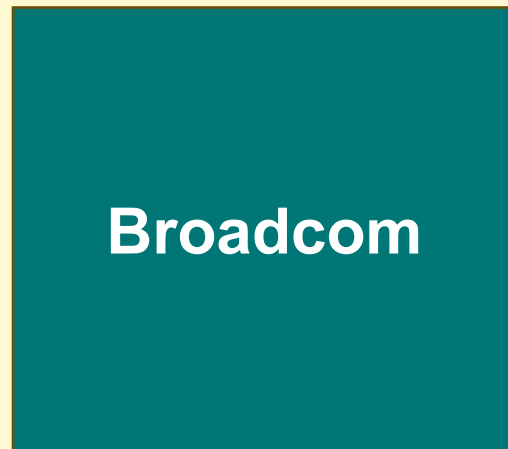
Anthropic betaler \$35 mrd om 30 dager



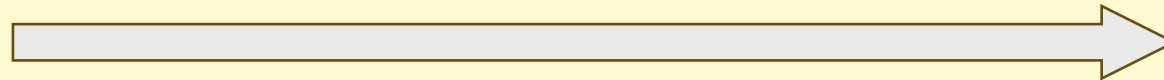
Problem: Anthropic har ikke råd til å kjøpe kretskortene...

1=

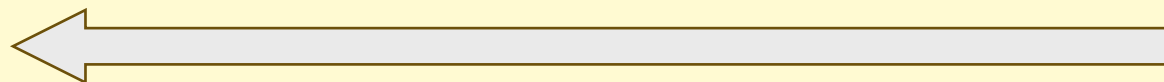
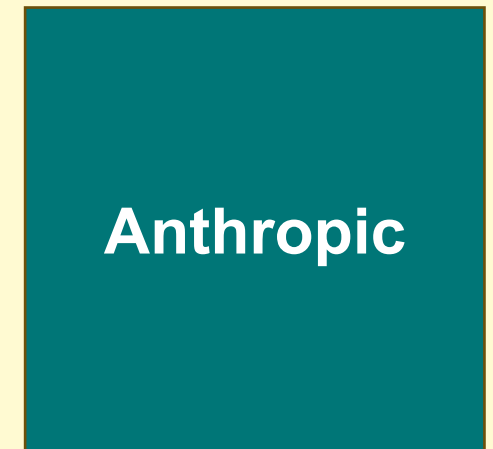
Har dyre kretskort



Broadcom ønsker å selge for 35 mrd dollar



Trenger datakraft



Anthropic mangler penger:

- Forretningsmodell taper enorme summer
- Broadcom kan ikke gi langsiktig fordring
- Bankene vil ikke låne ut til Anthropic
- Manglende sikkerhet for å utstede gjeld

Løsning: kreativ, sirkulær finansiering!

15



Gjelden brytes opp i flere deler (som før finanskrisen)

1=

Utsteder gjeld for \$35 mrd

Sikkerhet:

- leiekontrakt
- kretskort
- Broadcom garanti

Senior A1 Notes

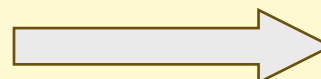
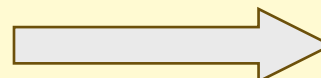
- USD 6bn
- 100bp above US Treasuries

Senior A2 Notes

- USD 24bn
- 5.75% coupon

Class B Notes (Junior Tranche)

- USD 4.5bn
- Does not have Broadcom backstop
- 8.5% interest rate

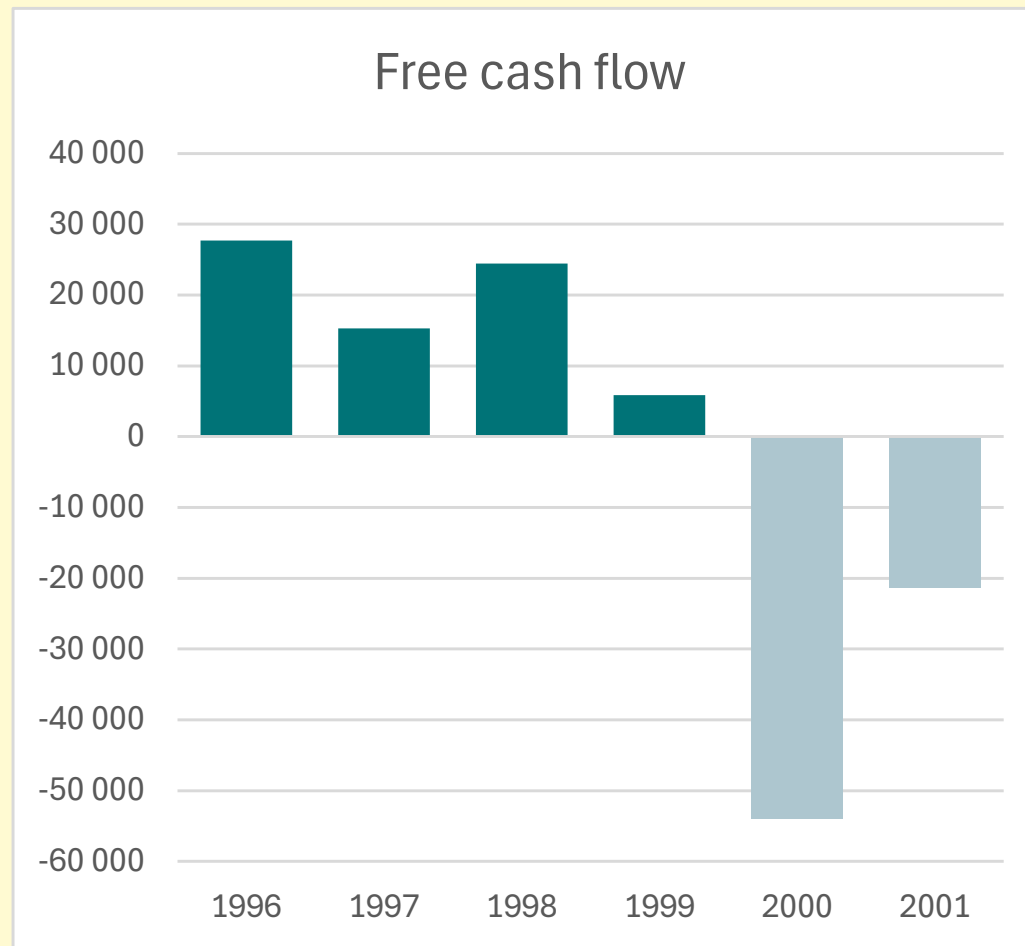


Apollo utsteder gjeld og selger blant annet til **pensjonskasser** de har kontroll på (**Athene**)...



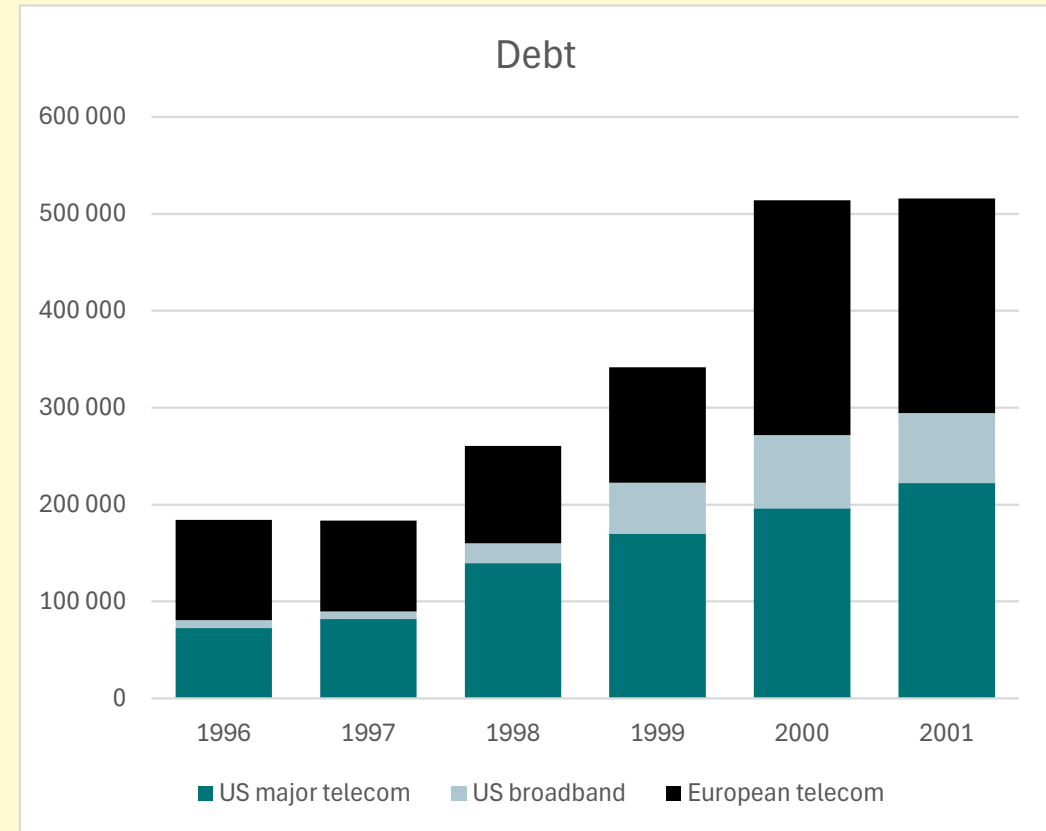
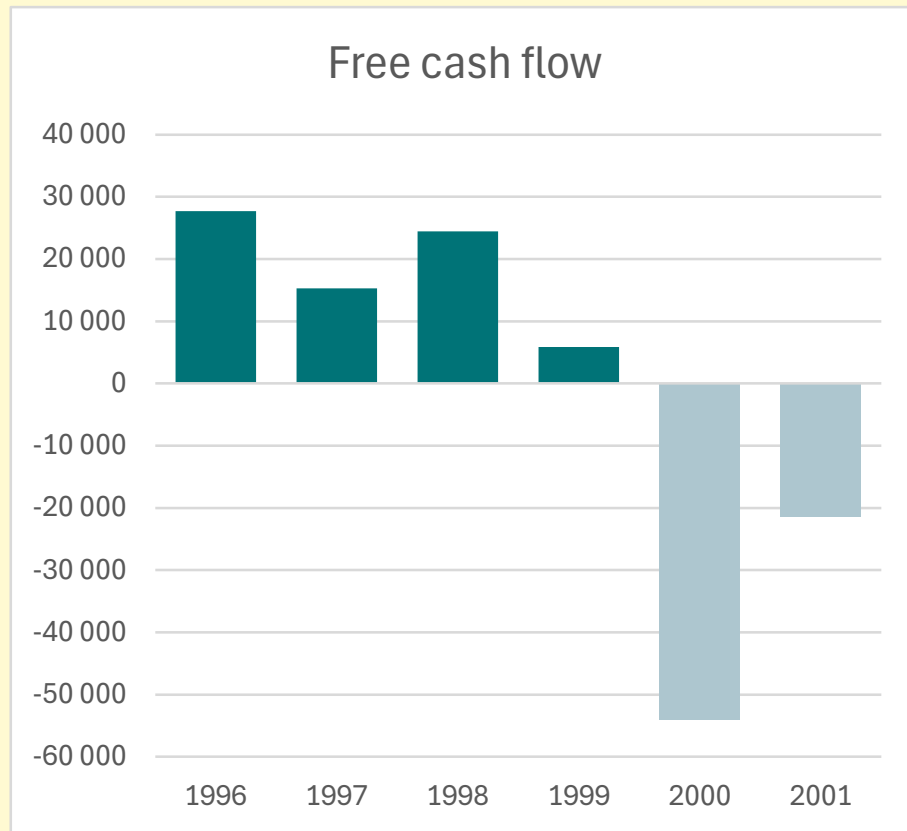
Dot.com sprakk når FCF for telekomoperatørene ble negativ

1=



Telekom-operatørene hadde doblet gjelden før de stoppet boomen

1=



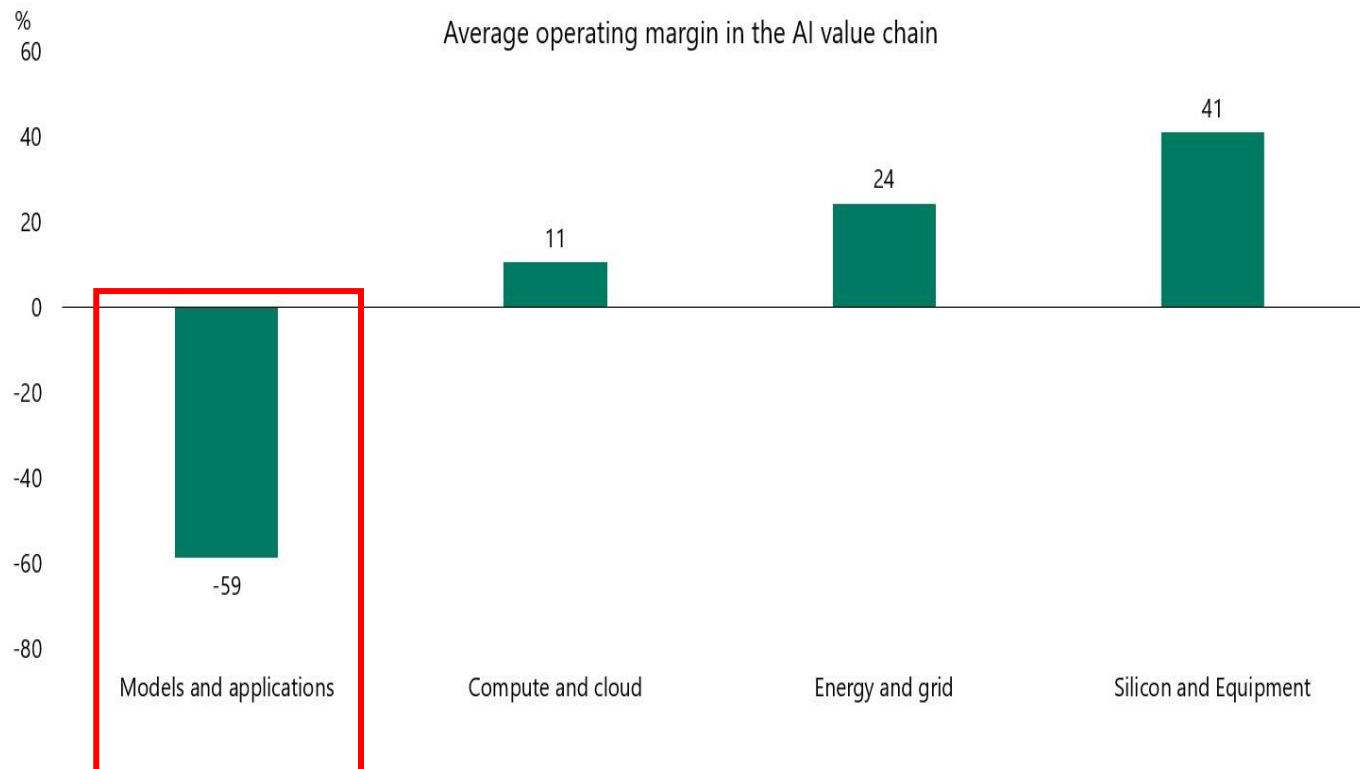
Datasenterene bygges for hovedsakelig **to kunder: OpenAI og Anthropic**

AI boomen har bedre inntjening jo lenger unna sluttkundene man er

1=

Margins increase with distance from the end user

APOLLO



Mag-7 er nær sluttkunden

- Apple: mobiltelefon
- Microsoft: operativsystem, office
- Google: søk
- Amazon: internett-handel
- Meta: facebook/instagram
- Tesla: elektriske biler
- Nvidia: gaming grafikkort

AI boomen står på skuldrene av to ulønnsomme selskaper...!

I=

- **OpenAI** med over **40 mrd dollar i tap siden 2024**
- **OpenAI** og **Anthropic** i 1H 2026: nesten 24 mrd dollar i tap!

Anthropic	1Q26	2Q26
Revenue	4.7	11.5
Costs	7.3	10.9
Profit	-2.6	0.6

OpenAI	1Q26	2Q26
Revenue	5.7	6.7
Costs	15.0	19.0
Profit	-9.3	-12.3

Ant + OAI	1Q26	2Q26
Revenue	10.4	18.2
Costs	22.3	29.9
Profit	-11.9	-11.7

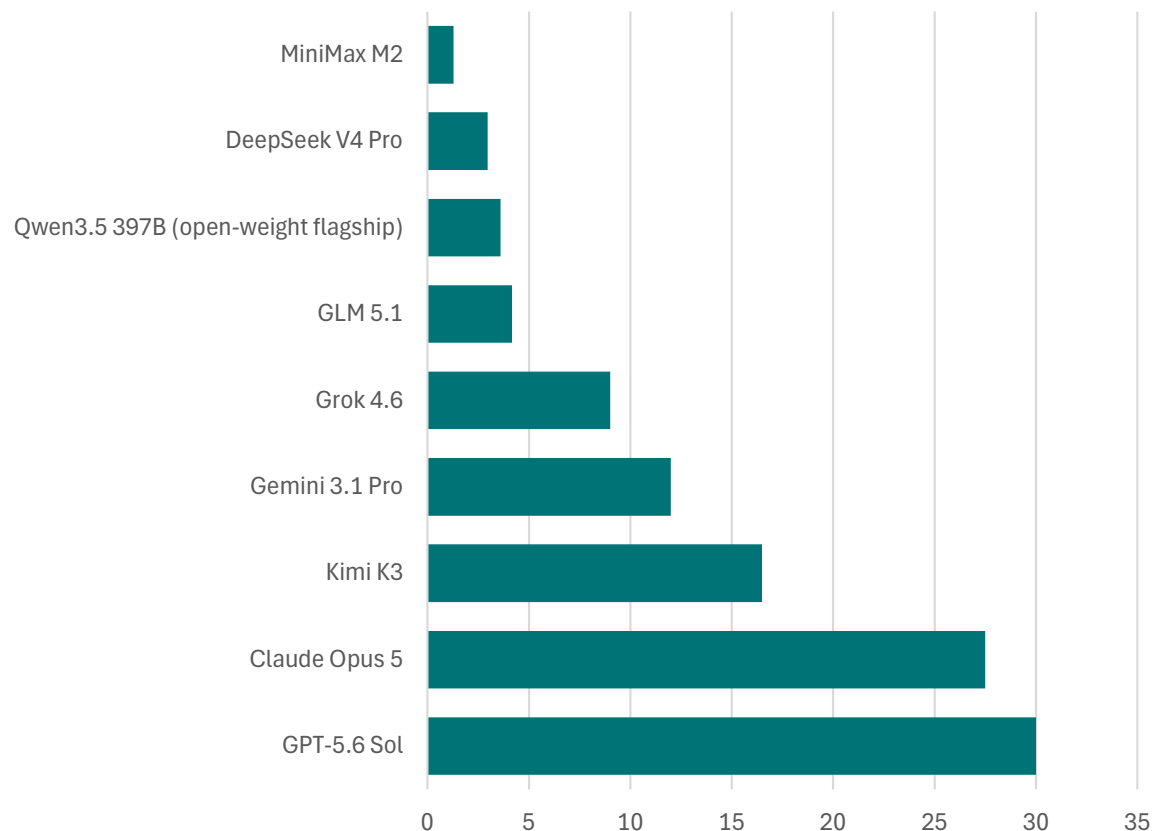
OpenAI	2024	2025	1H26
Revenue	3.7	13.1	12.4
COGS	2.7	7.5	7.0
Gross profit	1.1	5.6	5.3
Gross margin	28 %	43 %	43 %
R&D	7.8	19.2	12.1
S&M	1.1	5.7	4.3
G&A	0.9	1.6	1.2
Costs	9.8	26.5	17.6
S&M	30 %	44 %	35 %
G&A	25 %	12 %	10 %

EBIT	-8.8	-20.9	-12.3
EBIT margin	-237 %	-160 %	-99 %

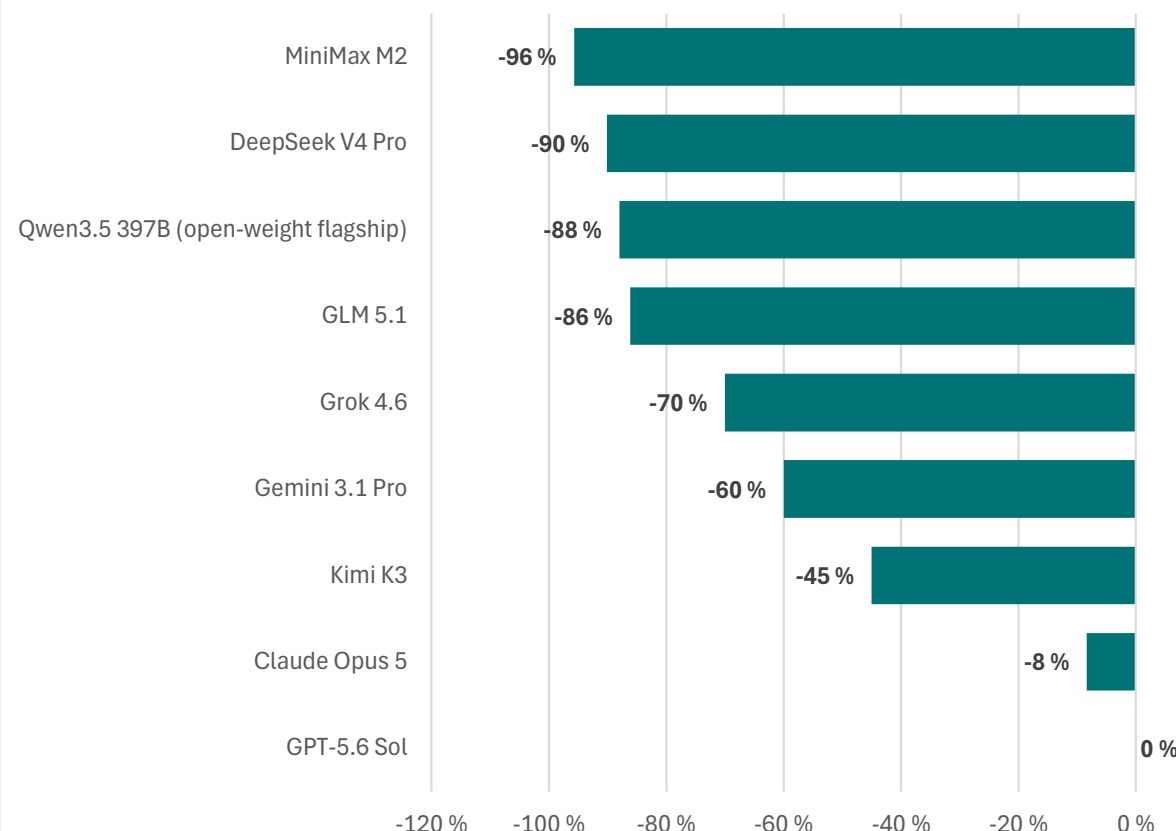
Åpne, gode og veldig billige kinesiske modeller presser forretningsmodellen

1=

Pris for 1000 spm

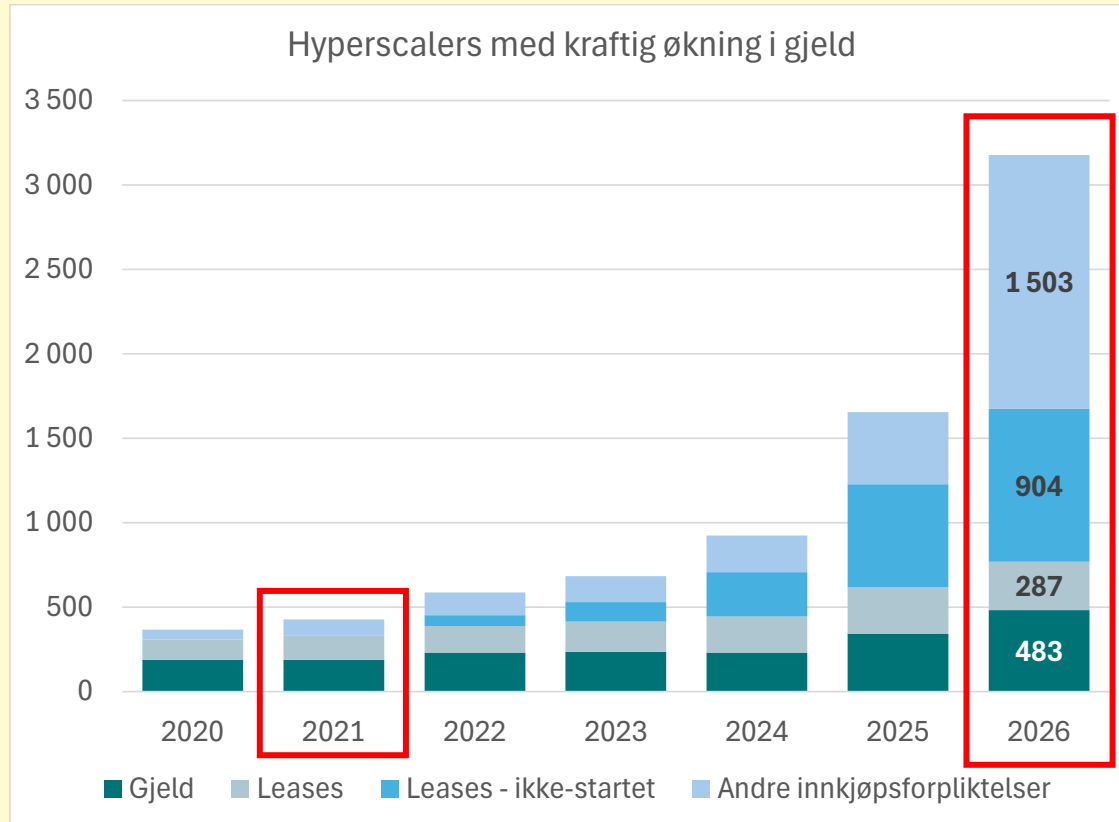


Pris vs. dyreste

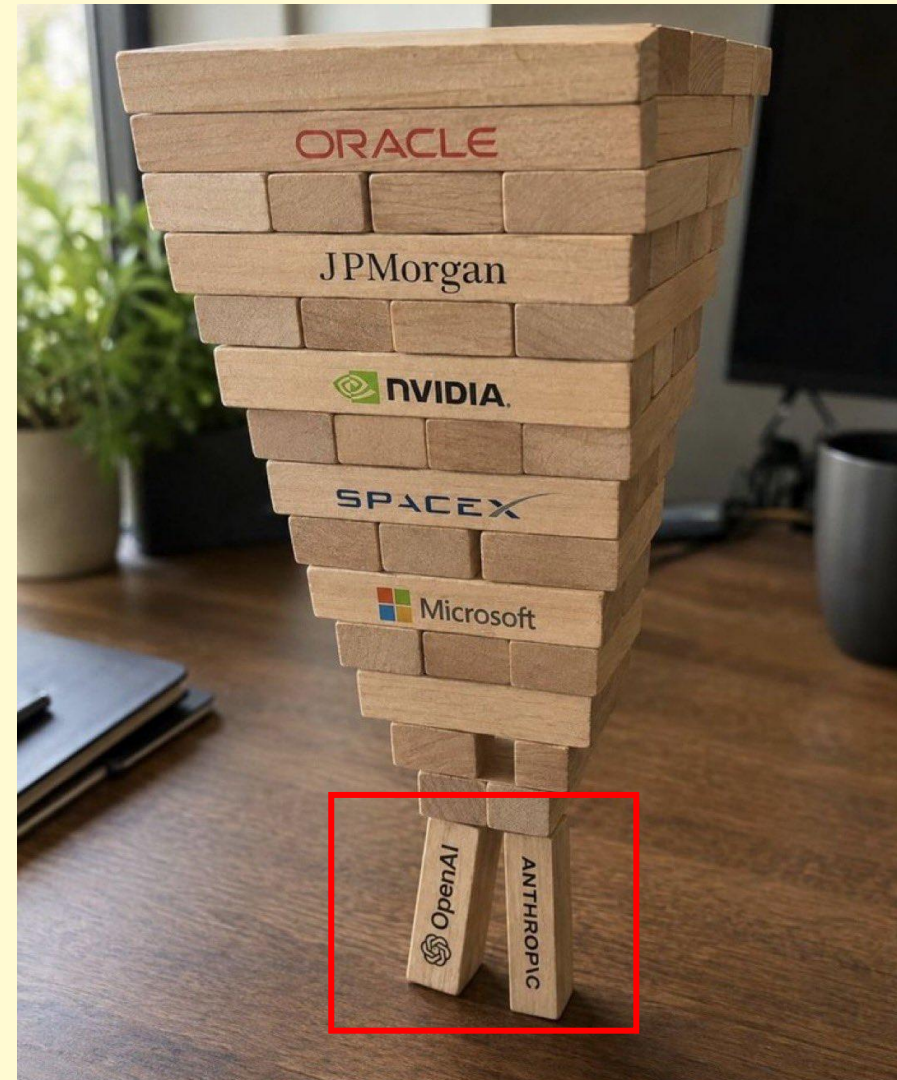


De nye datasentrene bygges hovedsakelig med Ant/OAI som slutt kunder (70%)!

I=



	OpenAI	Anthropic	Totalt
Equity	137 800	154 640	292 440
Debt	8 700	35 000	43 700
Sub-total	146 500	189 640	336 140
Remaining	52 000	30 000	82 000
Total	198 500	219 640	418 140

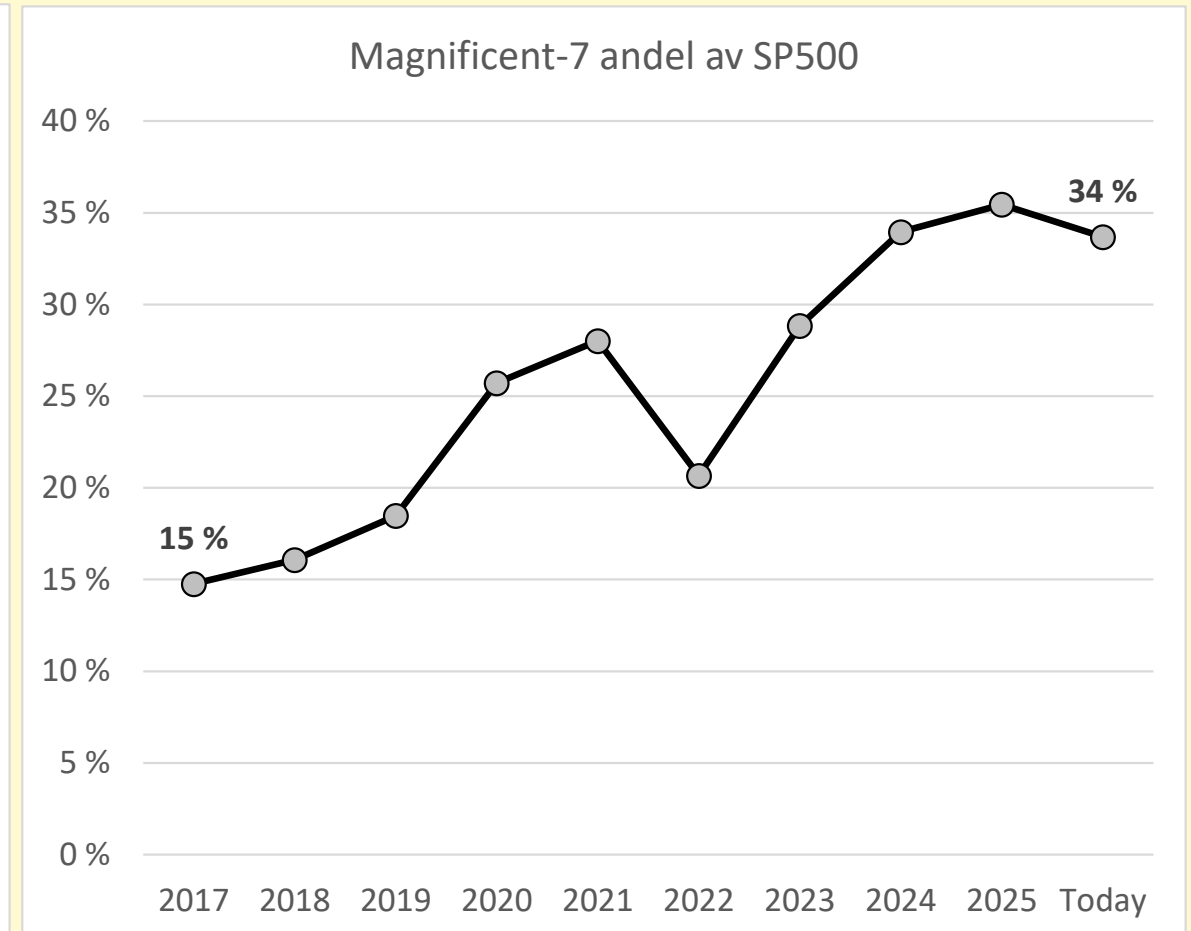
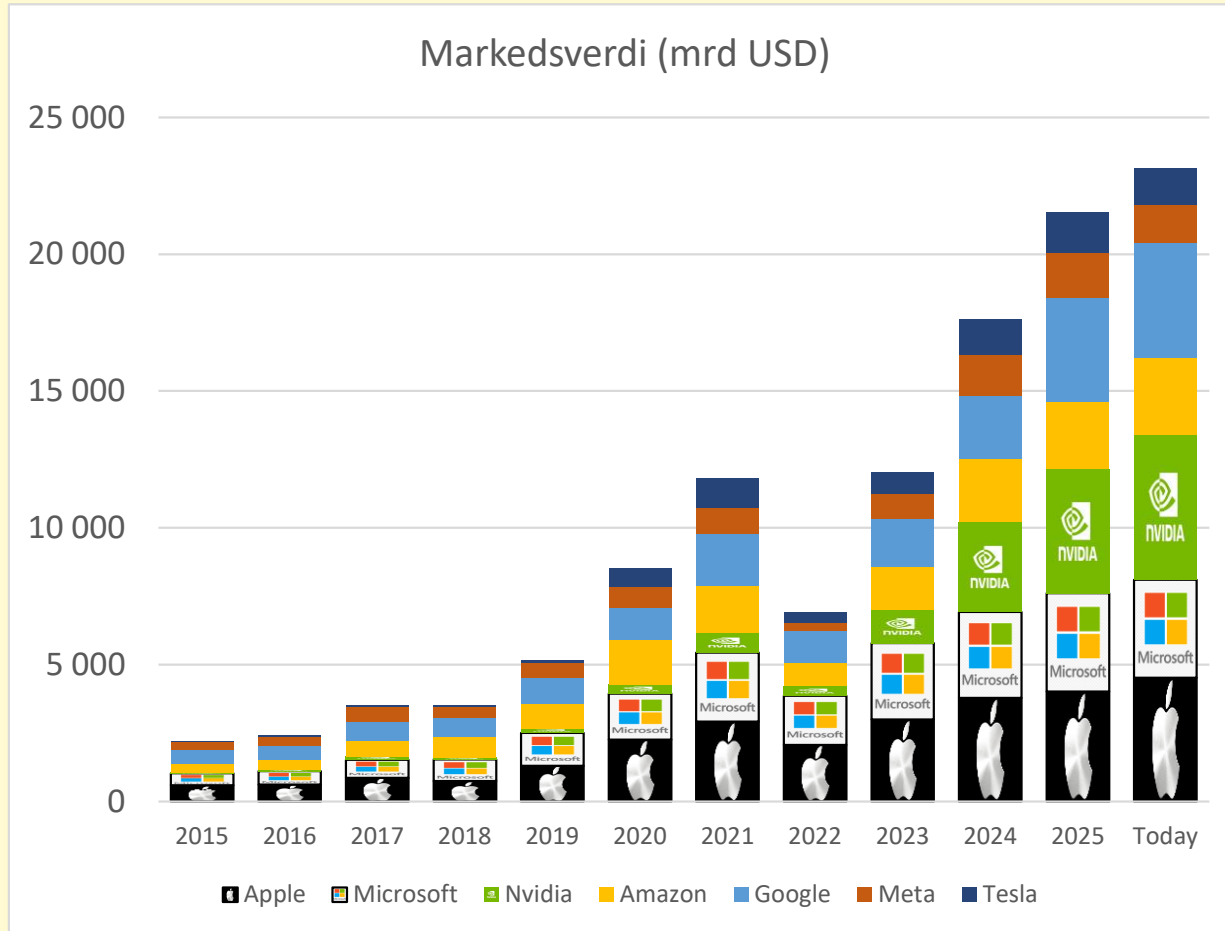


AI boom har gitt boom i aksjemarkedet

15

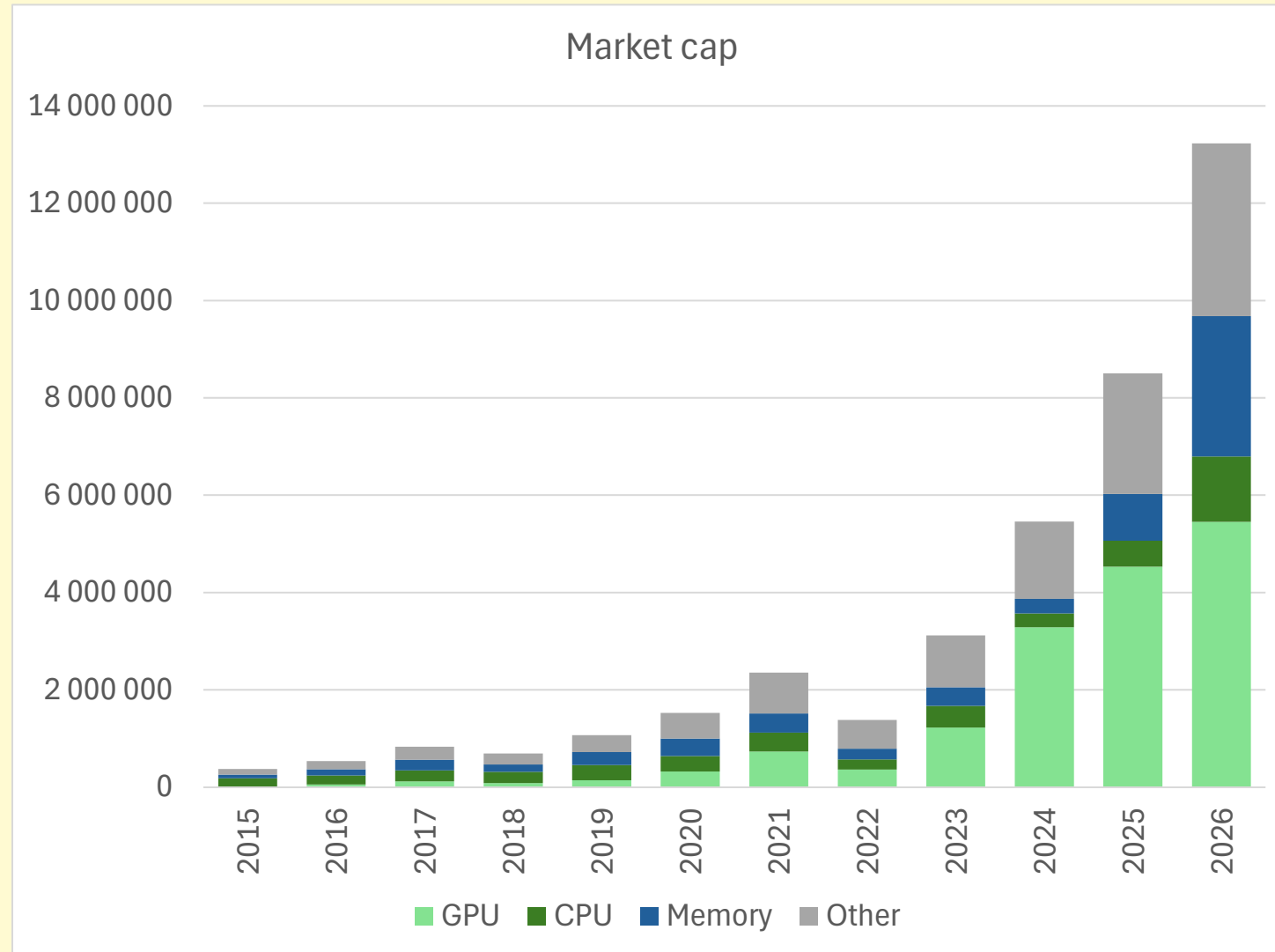
Mag-7 med har økt med 3x fra 2022

IF



Hardware-selskapene har økt med 10x siden 2022

1=



Amerikanske markedet på all-time high nivåer

I=



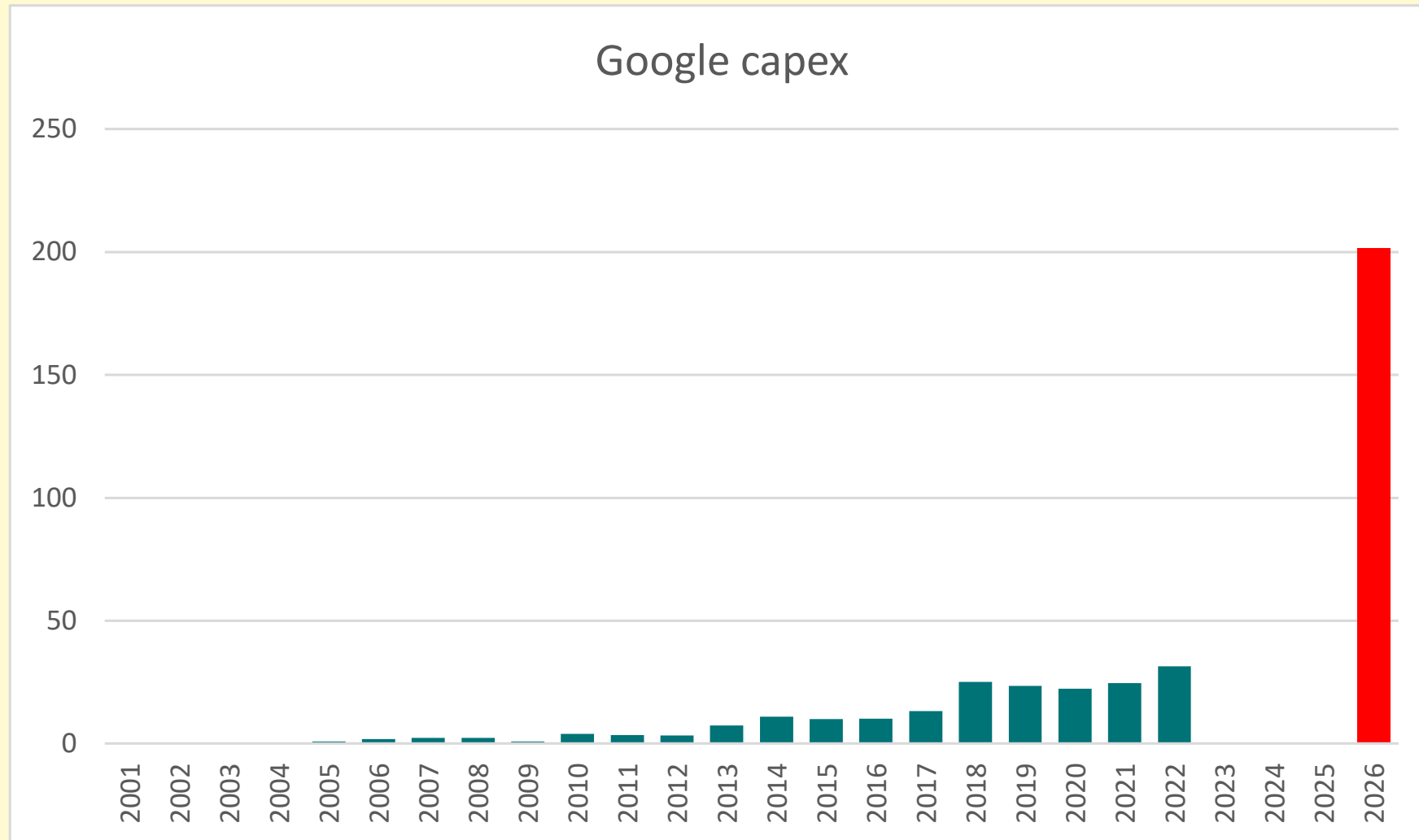
Rekordhøy prising av S&P 500

IF



Google med like mye i capex i 2026 som i de 22 årene 2001-2022

1=



Oppsummering

1F

- AI har resultert i tidenes **investerings-boom**
- **Kontantstrømmene** til hyperscalers har nå blitt negativ
- AI boom skaper nå ny **kreditt-boom**
- Hyperscalers har hovedsakelig **to kunder** – som begge taper penger: OpenAI og Anthropic
- OpenAI og Anthropic sine **forretningsmodeller** er under press
- AI-selskaper har gått **3-10x** siden bunnen og S&P er på **all-time high**

Hvordan posisjonerer FIRST Global Focus i dette markedet?

Verdibasert investeringsstrategi

Et fond som tør å være annerledes

Mange boom-bust siden 2020 – vi er ikke naturlige deltagere...

1=

- Covid: Peltonen, Zoom
- Green boom (hydrogen, solar, wind, batteries, carbon capture)
- SPAC boom
- Meme / NFT boom (ape)
- Bitcom and blockchain
- Metaverse

Kvalitet til lav pris!

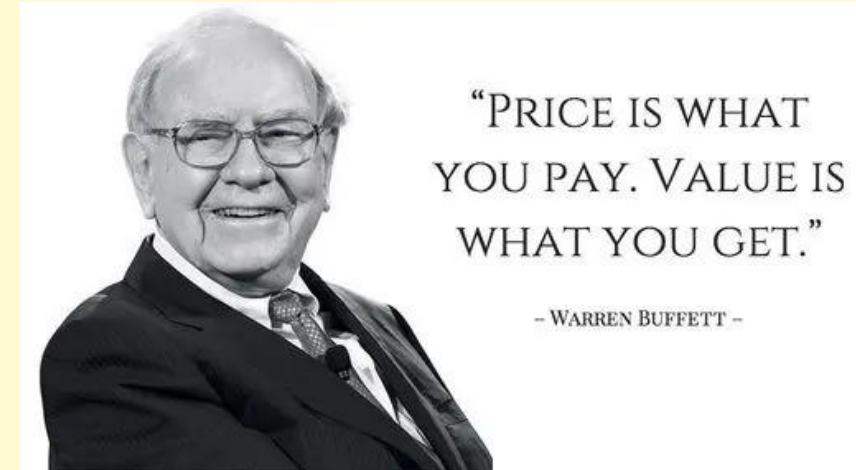
IF

«Kvalitet» / «vekst»

«Growth/
Quality
investor»
?

Gode selskaper
som av en eller
annen grunn er
(blitt) «billige»

«Value
investor»
?



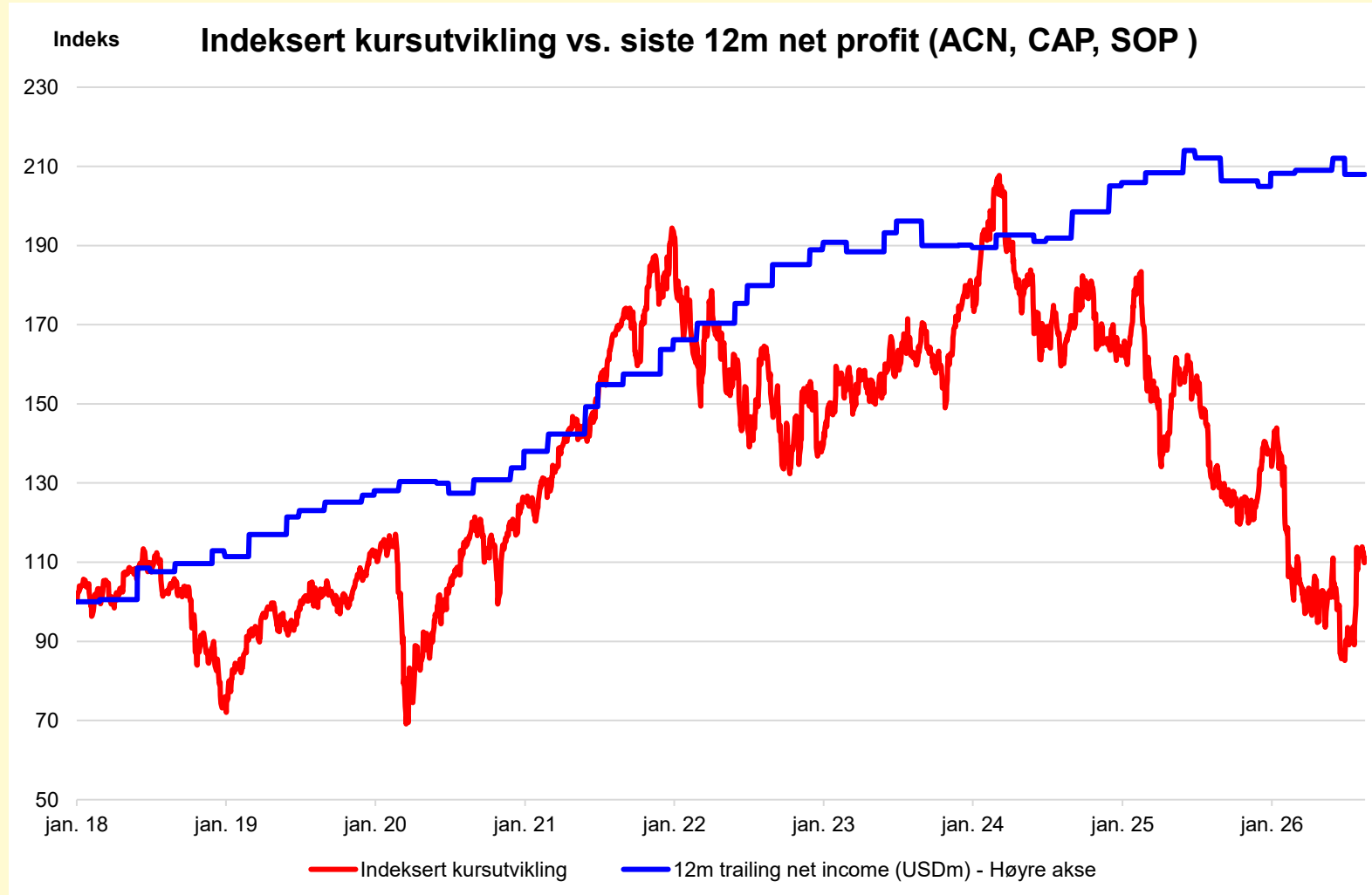
«Verdi»

Kvalitetselskaper til P/E-27 på 10x

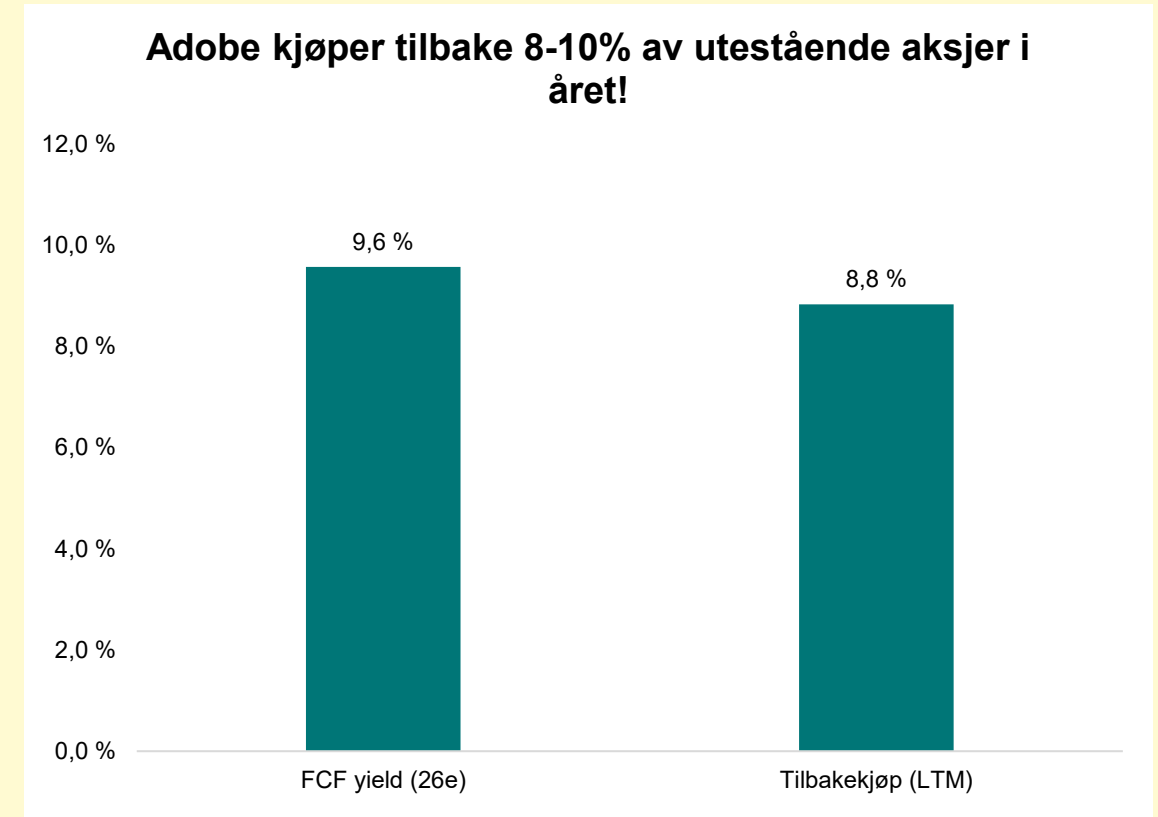
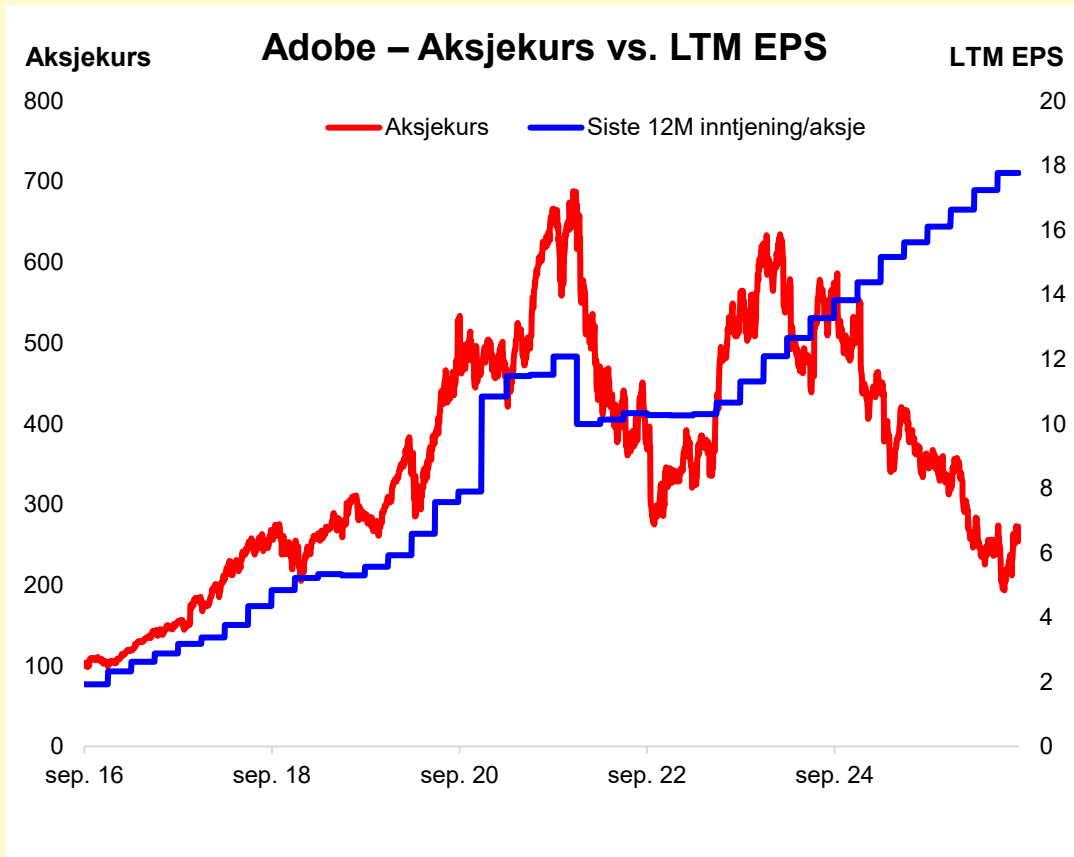
IF

	NAV	Sales growth		ROCE Hist	EV/S	P/B	EV/EBIT			P/E		
		2018-24	25-27				2025	2026	2027	2025	2026	2027
Greggs Plc	8.2 %	11 %	7 %	23 %	0.8	2.9	9.7	9.3	9.0	14.8	14.2	14.0
Molina Healthcare Inc	6.6 %	13 %	4 %	388 %	0.1	2.5	7.2	11.4	7.8	21.6	38.3	20.7
Jd.Com Inc-Adr	6.4 %	15 %	7 %	14 %	0.1	2.4	26.7	8.5	4.9	13.9	8.9	6.9
Adobe Inc	6.3 %	15 %	10 %	278 %	4.1	9.5	12.3	9.9	8.4	16.1	12.3	10.0
Alibaba Group Holding-Sp Adr	5.9 %	15 %	13 %	27 %	1.5	2.0	29.9	43.5	13.1	27.4	25.6	14.5
Midea Group Co Ltd-H	5.2 %	7 %	9 %	69 %	0.9	2.7	10.1	8.0	7.4	15.3	13.5	12.4
Globant Sa	4.5 %	25 %	2 %	47 %	0.8	0.8	5.7	5.5	5.2	7.9	6.7	6.4
Ping An Insurance Group Co-H	4.2 %	-3 %	9 %	70 %	2.5	0.8				6.1	5.7	5.2
Orsted A/S	4.0 %	-1 %	10 %	4 %	2.6	1.4	44.2	12.0	10.8	-25.7	16.9	13.7
Accenture Plc-Cl A	4.0 %	8 %	5 %	207 %	1.5	3.5	9.7	9.2	8.8	13.7	13.1	12.3
Vistry Group Plc	3.7 %	19 %	7 %	11 %	0.1	0.3	1.4	1.1	1.2	7.0	6.7	6.2
Tencent Holdings Ltd	3.7 %	12 %	12 %	44 %	3.6	3.1	13.2	11.2	10.6	17.3	13.1	12.3
Meituan-Class B	3.5 %	26 %	14 %	-16 %	0.9	2.8	-13.9	-46.1	17.3	-21.1	-188.8	19.4
Softwareone Holding Ag	3.4 %	-13 %	15 %	118 %	1.4	1.4	14.7	9.5	7.7	26.1	13.7	10.6
Hca Healthcare Inc	3.3 %	7 %	4 %	29 %	1.7	#N/A	11.4	11.4	11.1	14.4	13.9	12.8
Top 15 posisjoner	72.9 %	12 %	9 %	44 %	0.4	1.5	8.9	7.2	6.2	15.9	12.5	10.3
FIRST Global Focus total portfolio	97.8 %	10 %	6 %	30 %	0.4	1.4	10.2	8.4	7.1	15.7	13.0	10.8

Ledende IT konsulenter er ned ~50% fra forrige topp tross rekordinntjening og økt aktivitet som følge av AI

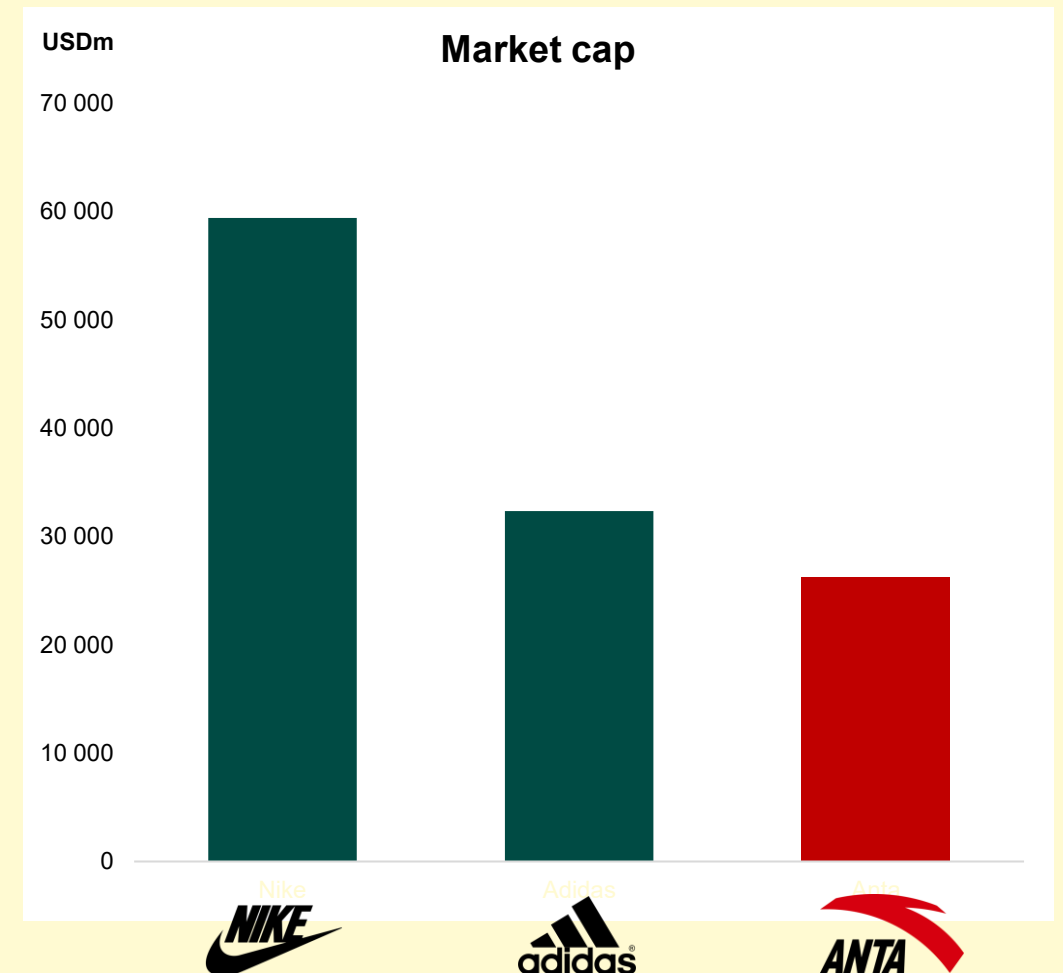
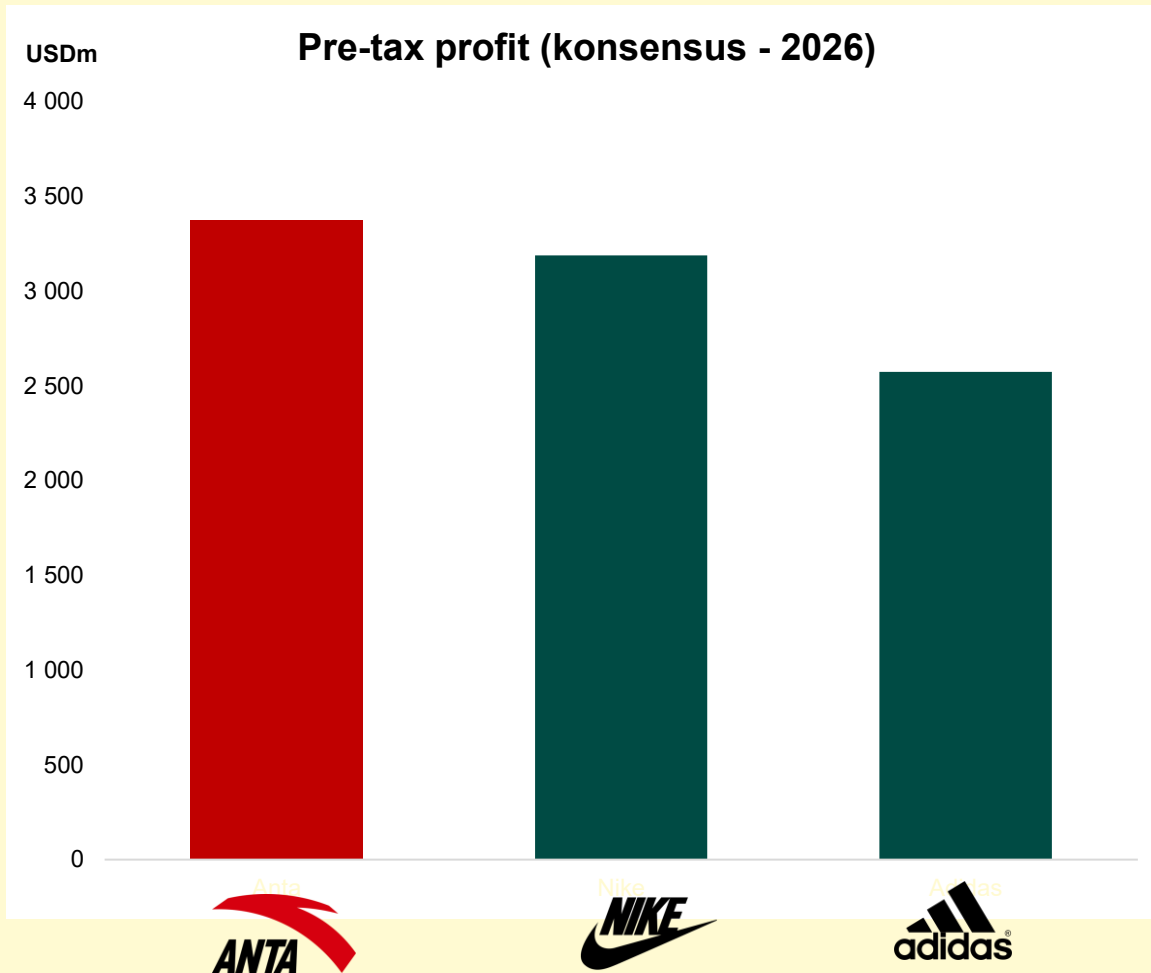


Adobe prises til ~10x fri kontantstrøm tross fantastisk fundamental utvikling



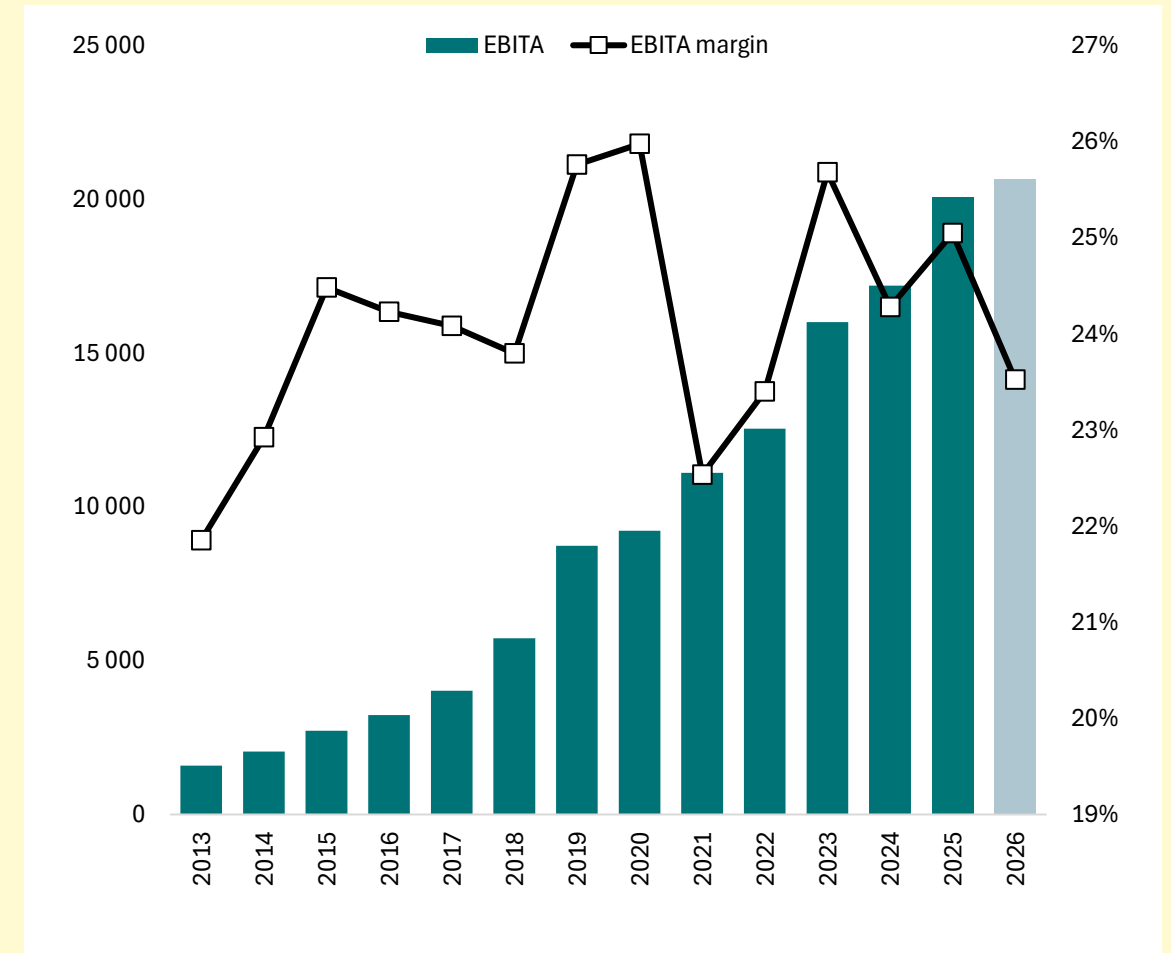
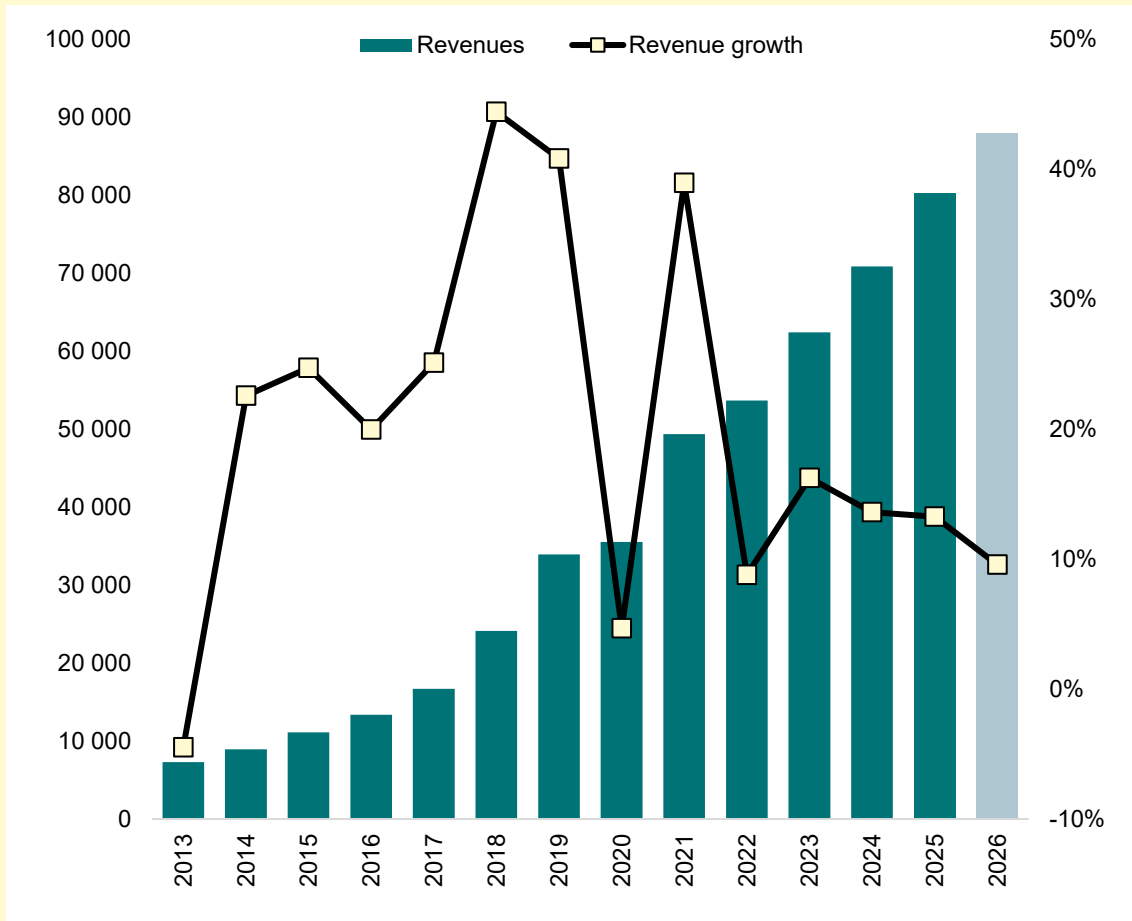
Kontantstrømmen brukes primært på innvannende tilbakekjøp tilsvarende 8-10% av utestående aksjer per år!

Anta Sports prises til en brøkdel av internasjonale konkurrenter tross høyere inntjening...



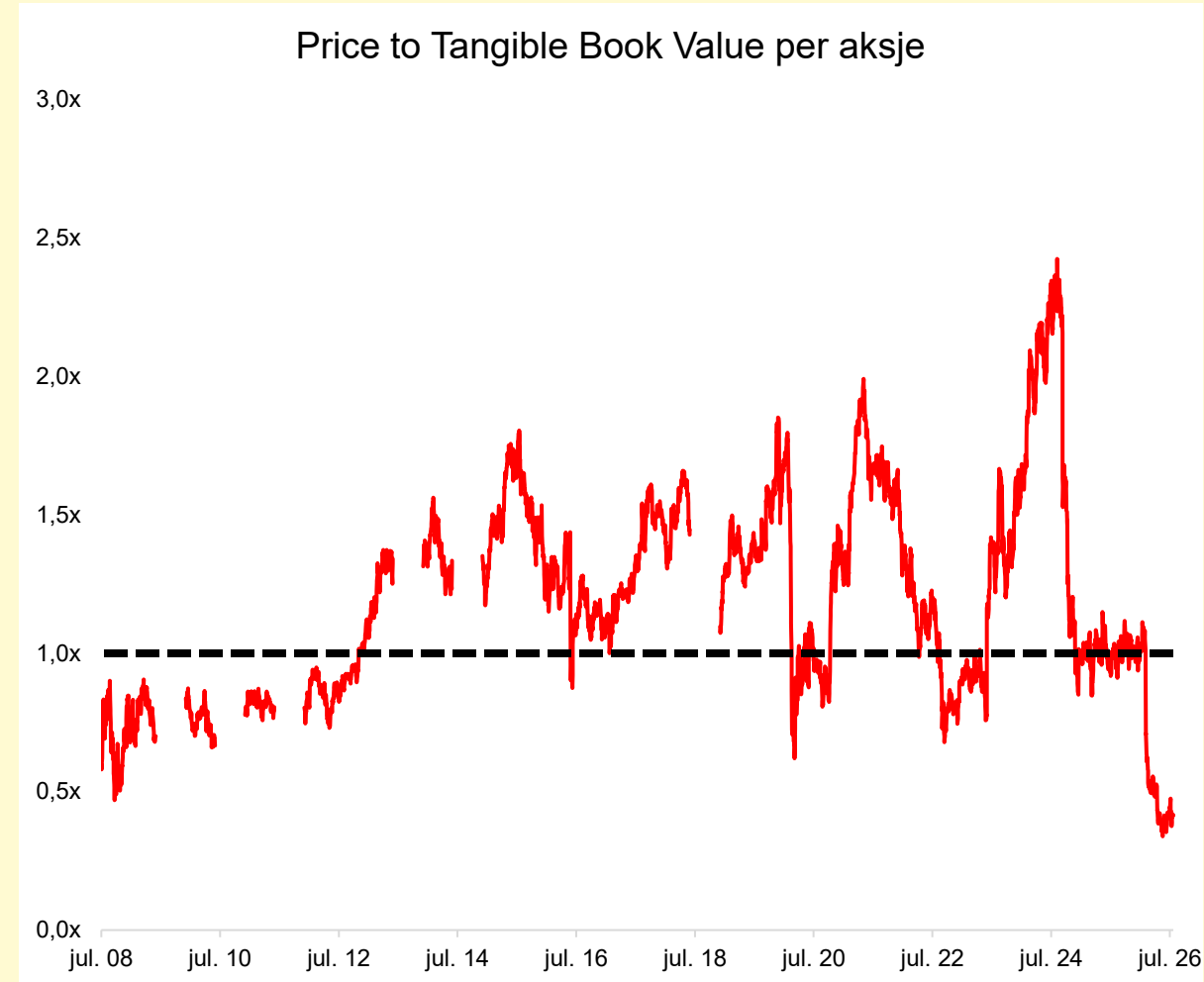
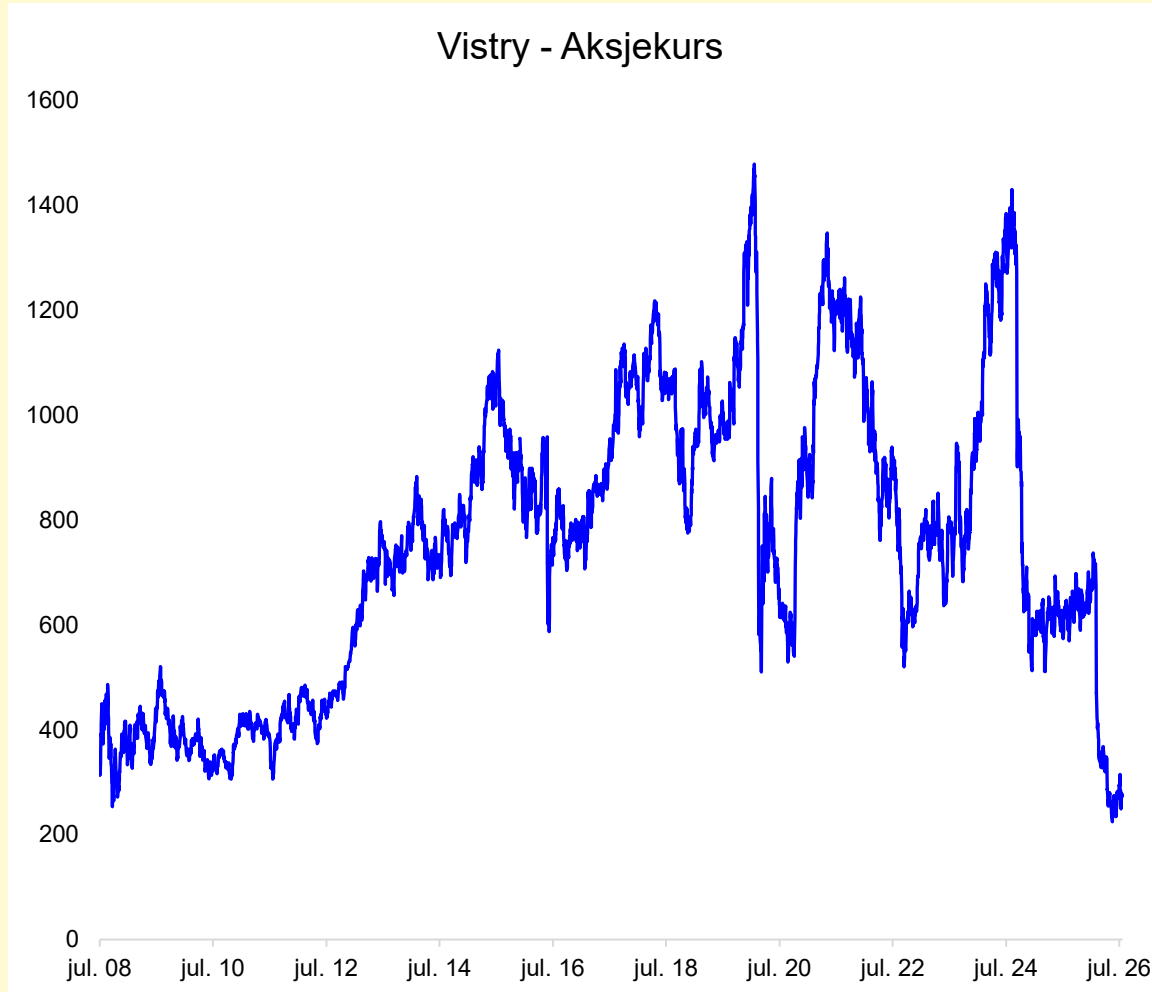
Anta: billigst og likevel fantastisk historikk!

IF



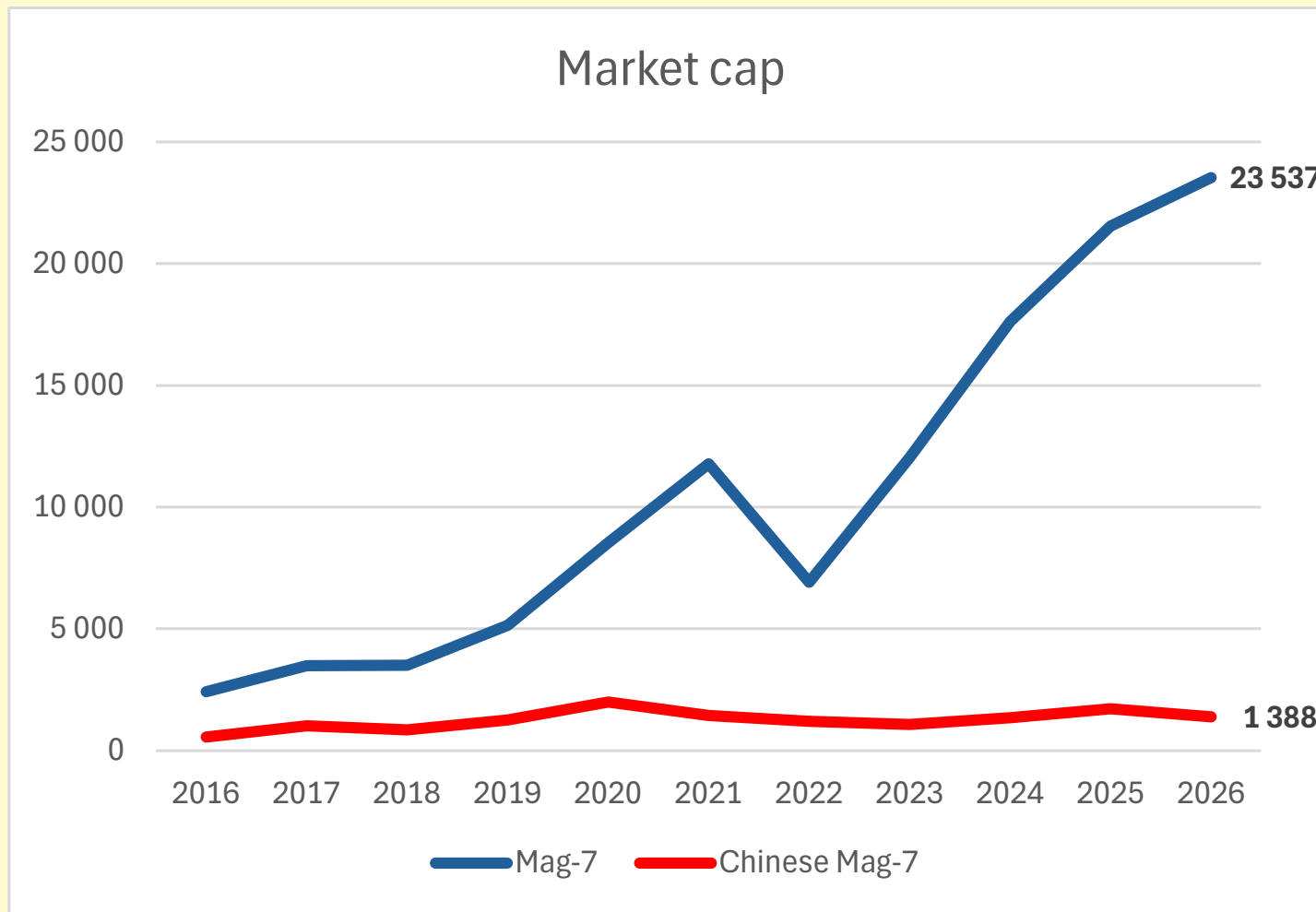
Vistry er priset lavere enn multippel enn under finanskrisen

IF



Magnificent-7 er priset 15x høyere enn Kinas «Mag-7»

IF



«Gratis» AI-eksponering gjennom Kinesiske teknologiselskaper?

IF

DETTE FÅR VI PÅ BILLIGSALG

Alibaba

#1 e-handelsplattform i Kina

Taobao/Tmall + Kinas største handelsøkosystem



DETTE FÅR VI GRATIS PÅ KJØPET

Sky #1 i Kina, #4 globalt

Modell Qwen, 3 mrd nedlastinger

Brikker egne AI-brikker og 4,5% av CXMT (~15% av EV)

Eierandeler Moonshot, Zhipu og MiniMax

Tencent

#1 sosial plattform og spillselskap i Kina

WeChat med over 1,4 mrd brukere, samt betaling



Sky #3 i Kina

Modell Hunyuan, blant de tre beste åpne modellene globalt

Brikker 20 % av chipselskapet Enflame

Eierandeler Zhipu, MiniMax og DeepSeek

Meituan

#1 innen quick commerce

Klar markedsleder med nasjonal rekkevidde



Modell LongCat, trent på kinesiske brikker

Robotikk 9,65 % av Unitree (~7-8% av EV)

Droner over 900 000 leveranser via droner

Eierandeler Moonshot, Galbot og Moore Threads

Prisingen i alle tre selskapene hviler på kjernevirksomheten, som i seg selv er sterkt rabattert. AI-eksponeringen får vi uten å betale for den.

1F

Takk for oss.