

MANGE-GANGERN

AUDUN WICKSTRAND IVERSEN
Porteføljeforvalter

EMILIE KRUTNES ENGEN
Porteføljeforvalter

LEO RUNDGREN OLSEN
Junioranalytiker

Hensikten med Disruptive Perspektiver:

Når vi analyserer ulike temaer bruker vi mye tid og mange verktøy (kvartalsrapporter, analyser, dialog med selskapene, bedriftsbesøk, excel, kalkulator og ordmodeller). Ofte lager vi små notater, og noen ganger store notater som vi tenker på som perspektiver. Vi er gamle nok til å vite at det sjeldent finnes sannheter, ofte bare ulike perspektiver.

Disruptive Perspektiver har kun én hensikt: Å dele våre perspektiver på temaer som former vår fremtid. Dette er ikke akademiske notater, innlegg til et leksikon eller anbefalinger om å gjøre noe, kjøpe eller selge noe. Kun god gammeldags informasjonsdeling for å synliggjøre hvordan vi ser på ulike temaer på publiseringstidspunktet. Perspektiver bli ikke mindre, kanskje heller mer verdt, når man deler det. Med det utgangspunktet; ha en fin reise i våre perspektiver.

Innhold

1.0 Identifisere aksjer med potensial for høy avkastning	3
1.1 David Gardners «Rule Breaker»-kriterier	3
2.0 De 6 kriteriene og teoretiske perspektiver	5
2.1 Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri.....	5
2.2 Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn	9
2.3 Nr 3: Sterk historisk vekst.....	13
2.4 Nr 4: Visjonær ledelse	20
2.5 Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»	22
2.6 Nr 6: Overvurdert av markedet?	23
2.7 Sammenheng mellom teoriene og Gardners strategi	31
3.0 Enkeltelskaper	32
3.1 Joby Aviation (JOBY US)	33
3.2 SoFi Technologies (SOFI).....	41
3.3 MercadoLibre (MELI).....	47
3.4 AST SpaceMobile (ASTS).....	53
3.5 Tesla (TSLA)	62
3.6 Coinbase Global (COIN)	68
3.7 QuantumScape (QS)	72
3.8 Eos Energy Enterprises (EOSE).....	79
3.9 Grab Holdings (GRAB)	86
3.10 Serve Robotics (SERV)	90
3.11 TransMedics Group (TMDX)	95
3.12 Rocket Lab (RKLB)	100
4.0 Oppsummering av selskapene.....	105
5.0 Disruptive investeringsstrategier og «mange-gangeren».....	107

Disclaimer

Innholdet i denne artikkelen er ikke ment som investeringsråd eller anbefalinger. Har du noen spørsmål om fondene det refereres til, bør du kontakte en finansiadvikler som kjenner deg og din situasjon. Husk også at historisk avkastning i fond aldri er noen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutvikling, forvalterens

dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved kjøp, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan også bli negativ som følge av kurstap.

Innledning

Jakten på den hellige gral refererer til en legendarisk og symbolsk søken etter et hellig eller mystisk objekt, ofte knyttet til kristen mytologi og middelalderens litteratur, særlig i forbindelse med kong Arthur og ridderne av det runde bord. Den hellige gral beskrives vanligvis som en hellig kalk eller beger, ofte assosiert med den kalken Jesus brukte under det siste måltidet eller som ble brukt til å samle hans blod under korsfestelsen. I moderne tid har Gralen har blitt et kulturelt symbol for noe svært verdifullt, men ofte uoppnåelig.

Jakten på 10-gangeren er finansbransjen svar på «Jakten på den hellige Gral». David Gardner sin investeringsfilosofi og hans seks «Rule Breaker»-kriterier er et teoretisk og empirisk interessant utgangspunkt for å identifisere aksjer med potensial for ekstreme avkastninger, som 100-baggers (aksjer som gir 100x avkastning).

Vårt poeng er ikke at vi skal finne de selskapene, for det gjør vi sikkert ikke. Men stiger aksjen 2x, eller 5x gjør vi uansett gode investeringer. Aksjer som kan gå mange-gangern har ofte svært høy risiko i perioder. Equinor går ikke konkurs de neste fem åra, men det kan de fleste selskapene som går mange-gangern i løpet av de neste fem åra.

Vi synes også at de seks reglene er en fin blanding av teoretiske og empiriske regler som knytter sammen lærdom fra både boken og livet. Og ja som alltid. Dette er våre perspektiver vi deler med deg, det er ingen akademisk øvelse på veien til en nobelpris i økonomi eller et innlegg til Sannhetsministeriets samling av sannheter. Vi forvalter aksjer, ikke sannheter. Vi deler bare fragmenter av en virkelighet vi anser som relevant og sant nok til at vi kaller det et disruptivt perspepektiv. Vi gir aldri råd om å gjøre noe annet enn å lese og reflektere, og kommer aldri med anbefalinger om å kjøpe noe annet en søt liten gave til en som står deg nær.

Med det utgangspunktet, her er vårt perspektiv om mangegangeren.

1.0 Identifisere aksjer med potensial for høy avkastning

I denne delen av perspektivnotatet skal vi diskutere David Gardner, grunnleggeren av The Motley Fool, sine seks kriterier for å finne aksjer med potensiale for høy avkastningen. Vi gjør det gjennom å redegjøre for kriteriene hans og fyller på med våre tolkninger og måte å analysere industrier og selskaper på. Når vi har jobbet oss gjennom disse lovene, teoriene og prinsippene skal vi anvende dem på tolv ulike aksjer som vi har analysert de siste årene.

Postcards From The Future

Vår analyse av kriteriene anvendt på 12 aksjer

	Joby		Tesla		Grab Holdings
	SoFi Technologies		Coinbase Global		Serve Robotics
	MercadoLibre		QuantumScape		TransMedics Group
	AST SpaceMobile		Eos Energy Enterprises		Rocket Lab

Det er selvfølgelig ingen anbefalinger (det gir vi aldri) eller fasit, men se på det som et utgangspunkt for å gjøre dine egne analyser. Du kan sikkert forbedre det analytiske rammeverket og selve analysene.

1.1 David Gardners «Rule Breaker»-kriterier

David Gardner er kjent for å identifisere selskaper med enormt vekstpotensial tidlig. Hans «Rule Breaker»-strategi fokuserer på innovative selskaper som bryter reglene i sine industrier. Her er de seks kriteriene han bruker for å finne potensielle 100-baggers:

David Gardners sine seks "Rule Breaker"-kriterier

1. **Ledende selskap i en voksende industri:** Selskapet må være en leder (eller i ferd med å bli det) i en ny eller raskt voksende sektor. Eksempel: Amazon i e-handel på 90-tallet eller Nvidia i grafikkprosessorer og AI.
2. **Vedvarende konkurransefortrinn:** Selskapet må ha noe unikt – som sterk merkevare, patenter, teknologi eller nettverkseffekter – som gjør det vanskelig for konkurrenter å ta dem igjen.
3. **Sterk historisk vekst:** Selskapet må vise solid vekst i inntekter, fortjeneste eller brukermasse over tid, noe som indikerer potensial for fortsatt ekspansjon.
4. **Visjonær ledelse:** Ledelsen må ha en klar visjon og evne til å gjennomføre. Tenk Jeff Bezos for Amazon eller Jensen Huang for Nvidia.
5. **Forbrukerappell eller "buzz":** Selskaper som fanger folks oppmerksomhet, enten gjennom innovative produkter eller sterk merkevarelojalitet, har ofte stort potensial.
6. **Overvurdert av markedet?:** Gardner ser etter aksjer som kan virke "for dyre" etter tradisjonelle mål som P/E-forhold, fordi dette ofte indikerer at markedet ennå ikke fullt ut forstår selskapets fremtidige potensial.

Hvorfor holder han for 900% avkastning?

I motsetning til mange investorer som selger etter en rask gevinst på 10–20 %, tror Gardner på å holde vinnere over lang tid. Hans investeringer i Amazon (kjøpt i 1997) og Nvidia (kjøpt til 16 cent i 2005) viser hvordan tålmodighet kan føre til ekstrem avkastning. For eksempel:

Amazon gikk fra noen få dollar per aksje i 1997 til tusenvis i dag, drevet av dominans i e-handel, cloud computing (AWS) og innovasjon. Nvidia gikk fra 16 cent i 2005 til en leder i AI og grafikk, med aksjekurs som har eksplodert på grunn av etterspørsel etter GPU-er.

Kan vi lære noe av disse kriteriene?

Strategien handler om å investere i innovative, høyvoksende selskaper som bryter med tradisjonelle investeringsregler. Vellykkede eksempler som Amazon, Tesla og MercadoLibre som har levert flere hundre ganger avkastning. For å forstå hvorfor disse kriteriene fungerer, må vi se på økonomiske teorier som forklarer vekst, innovasjon og markedsdynamikk, samt innovasjonsbegrep som beskriver hvordan selskaper skaper og opprettholder konkurransefortrinn.

I vår gjennomgang utvider vi kriteriene med noen analyser rundt det vi kaller «valley of death» der selskaper uten omsetningen beveger seg gjennom «Proof of concept» (PoT) og Proof of Business Modell (PoBM) og over til Early Scaling (EC). Vi kobler dette opp mot det vi

kaller en triggeranalyse av selskapene de siste fire kvartalene og fremtidige triggere de neste fire kvartalene.

2.0 De 6 kriteriene og teoretiske perspektiver

2.1 Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

Kriteriet krever både at vi gjennomfører industrianalyse og definerer selskapet sin posisjon i denne industrien. Vi har i andre disruptive perspektiv notater redegjort for mange teorier og «lover» som vi bruker for å analysere industrier og selskapers relative posisjon i denne (se for eksempel notatet [nr 9 Disruptive Teorier](#)).

Industrianalysen starter med å definere disruptive innovasjoner ved å bruke tre ulike teorier. I industrianalysen fokuserer vi på S-kurven og Porter sine fem ulike krefter for å analysere om industrien er en voksende industri. Dette leder oss over til å drøfte begrepet vedvarende konkurransefortrinn for å lage det analytiske rammeverket for ledende selskap.

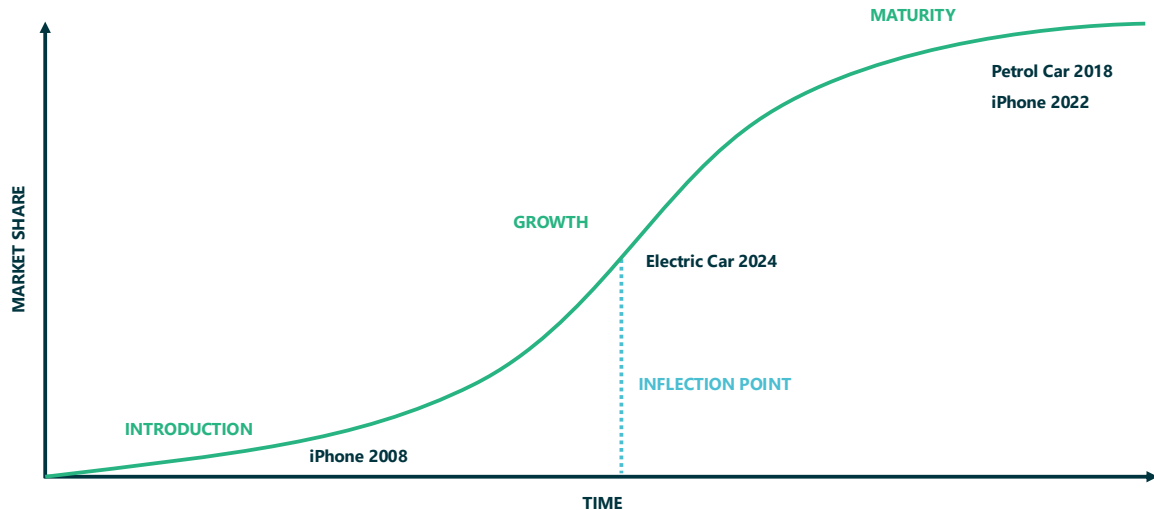
- Disruptive Innovation: Clayton Christensens teori om disruptiv innovasjon forklarer hvordan nye teknologier eller forretningsmodeller kan disruptere eksisterende markeder ved å tilby enklere, billigere eller mer bekvemmelige produkter. Selskaper som er ledende i slike forstyrrende industrier, som Tesla med selvkjørende biler og humanoids ([se kapittel 3.5](#)) eller Joby Aviation ([se kapittel 3.1](#)) i eVTOL, passer perfekt inn i dette kriteriet. Disse selskapene skaper nye markeder og driver vekst gjennom innovasjon.
- Schumpeters «Creative Destruction»: Joseph Schumpeter beskrev hvordan entreprenører og innovatører driver økonomisk vekst ved å skape nye industrier og ødelegge gamle. Dette er spesielt relevant for selskaper som opererer i nye, voksende sektorer, som AST SpaceMobile ([se kapittel 3.4](#)) i satellittbasert mobilt internett.
- Blue Ocean Strategy: Utviklet av W. Chan Kim og Renée Mauborgne, fokuserer denne strategien på å skape nye markeder («blå hav») der det er lite konkurranse, i motsetning til å konkurrere i overfylte «røde hav». Selskaper som er først i en ny industri kan oppnå ledende posisjoner, som Serve Robotics i autonome leveringsroboter ([se kapittel 3.10](#))

Gardners fokus på ledende selskaper i voksende industrier er direkte knyttet til disse teoriene. Slike selskaper er ofte de som skaper nye markeder eller disrupterer eksisterende, og deres vekstpotensial kan være enormt, som forklart av Christensens og Schumpeters arbeider.

DNB Disruptive Opportunities

Investing in the s-curve

Understanding the s-curve: A minute to learn, a decade to master



DNB Asset Management

Marketing material dedicated to professional investors only. DNB Asset Management AS (Norway) and DNB Asset Management S.A. (Luxembourg). Webpage: <https://dnbam.com/en>

26

Det følger jo logisk av dette at det må gjennomføres en industrianalyse. Vi skiller ofte da mellom (1) nye markeder og disruptjoner av (2) eksisterende markeder (ref Christensen).

(1) Disruptjon gjennom nye markeder («new-market disruption»):

Markeder som er i en tidlig fase av utvikling, ofte preget av høy usikkerhet, raskt vekstpotensial og lav markedsmodenhet. Relevante eksempler for oss er selvkjørende biler, droner, eVTOL og bredbåndstjenester fra satellitter. I den nevnte «Blå hav»-strategien er fokus på å skape nye markeder uten konkurranse ved å tilby unik verdi (Kim & Mauborgne). Dette kan gi høye bruttomarginer i tidlige faser. Ofte er det en avveining mellom vekst vs. Bruttomarginer. I nye markeder prioriterer aktører ofte vekst (markedsandeler) over bruttomarginer. For eksempel subsidierer selskaper som Tesla eller Amazon tidlig vekst ved å akseptere lave eller negative marginer for å bygge skala og nettverkseffekter. Dette kan også skyldes sammenhengen mellom kundeadopsjon og priselastisitet. I nye markeder er kundenes betalingsvillighet ofte lav i starten, noe som krever lave priser og dermed lavere bruttomarginer. Etter hvert som markedet modnes, kan prisene øke, og marginer forbedres.

I noen tilfeller anvender vi derfor produktlivssyklus (PLC)- analyser. Dette er beskrivelser av faser i et marked/produkt (introduksjon, vekst, modenhet, nedgang). Nye markeder er typisk i introduksjons eller vekstfasen, hvor bruttomarginer kan være lave på grunn av høye utviklingskostnader. Dette ligner veldig på S-kurvene som vi har beskrevet i flere sammenhenger.

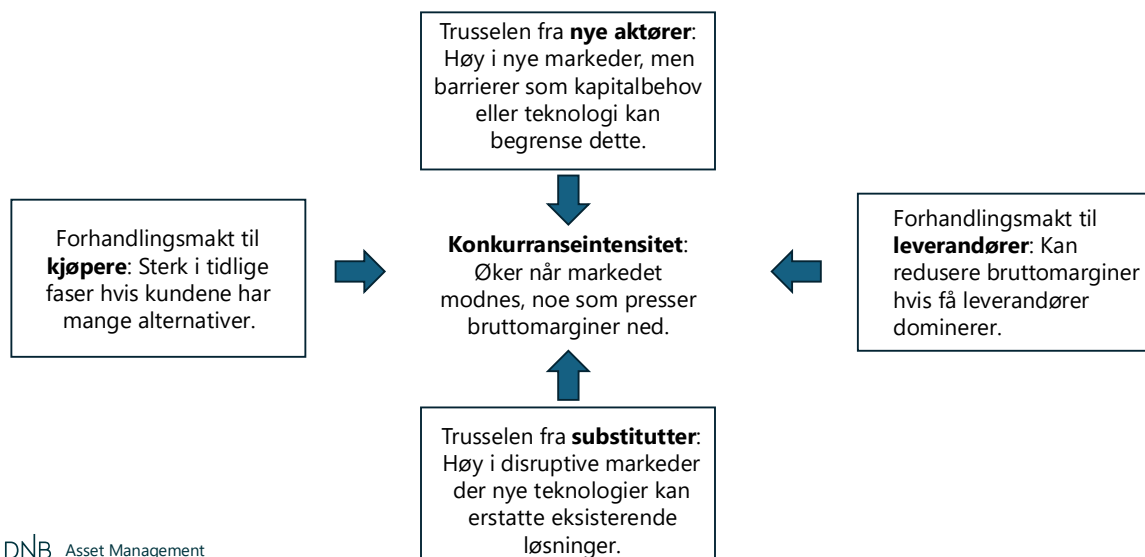
(2) Disrupsjon av eksisterende marked («low-end disruption»):

En prosess der en ny aktør, teknologi eller forretningsmodell utfordrer etablerte aktører ved å tilby bedre verdi, ofte til lavere kostnader. Disruptive aktører introduserer ofte lavkostmodeller, noe som presser marginene til etablerte aktører. Over tid kan disruptører øke marginer ved å bevege seg mot premiumsegmenter. I disruptive markeder kan differensiering gjennom innovasjon (f.eks unike funksjoner eller økosystemer) gi høyere bruttomarginer, mens standardiserte produkter fører til priskrig og lavere marginer. Investeringer i teknologi kan redusere variable kostnader, noe som øker bruttomarginer. For eksempel har automatisering i produksjon eller AI vært med på å skalere selskaper raskt med høye marginer. Altså en sentral sammenheng mellom teknologi og skala.

Porters 5 krefter: Analyse av konkurranseintensitet i et marked:

Postcards From The Future

Gode gamle Porter sine fem krefter



For å analysere nye eller disruptive markeder med fokus på vekst og bruttomarginer, kan man bruke følgende rammeverk:

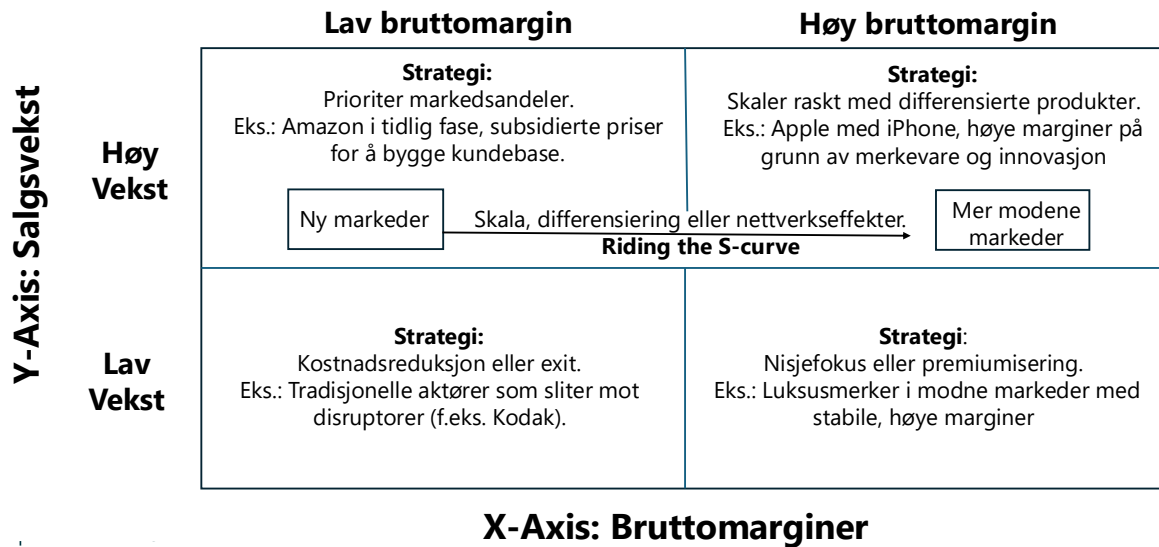
1. **Markedsanalyse:** Bruke Porters fem krefter for å vurdere konkurransesituasjonen og potensialet for vekst og marginer.
2. **Verdikjedeanalyse:** Identifiser hvor i verdikjeden (f.eks. produksjon, distribusjon, markedsføring) kostnader kan reduseres for å forbedre bruttomarginer.
3. **Kundeanalyse:** Forstå kundesegmenter og deres priselastisitet for å balansere vekst (lav pris, høyt volum) og marginer (høy pris, lavere volum).
4. **Innovasjonsgrad:** Vurder om markedet drives av inkrementell eller disruptiv innovasjon, da dette påvirker tidshorisonten for lønnsomhet.

Operasjonell giring: konkurransefortrinn, vekst og bruttomargin

Et vedvarende konkurransefortrinn kalles også ofte for «Moat». Grunnen til at dette er så viktig er ikke bare at det reduserer sannsynlighet for å tape markedsandeler, men også at dette danner grunnlaget for at selskapet har pricing power (se mer om dette i perspektivnotatet om [Disruptive Teorier kap 4.4](#)) Avhengigheten eller etterspørselen er så sterk at ved en prisøkning vil ikke kundene substituere vekk produktet (tenk for eksempel Spotify eller Apple).

Sammenheng mellom vekst i topplinjen (salg) og bruttomargin blir derfor sentralt for oss og våre investeringsstrategier. Har selskapet høy vekst og høye bruttomarginer vil ofte alle de finansielle nøkkeltallene som kontantstrøm og inntjening per aksje øke raskt (operasjonell giring kaller vi ofte dette).

Industrianalysen: Vekst vs. bruttomargin



Nye markeder starter ofte i «høy vekst, lav bruttomargin»-kvadranten, men målet er å bevege seg mot «høy vekst, høy bruttomargin» gjennom skala, differensiering eller nettverkseffekter.

Industrianalyser i (1) nye eller (2) disruptive markeder krever forståelse av dynamikken mellom vekst og bruttomarginer. Teorier som Christensens disrupsjon, Porters 5 krefter og blå hav-strategi gir rammeverket for å analysere konkurranse og muligheter. Vekst prioriteres ofte tidlig, men høye bruttomarginer oppnås som nevnt gjennom skala, differensiering eller nettverkseffekter.

Det å analysere industrien har liten egenverdi for oss som har selskaper (aksjer) som analyseenhet. Selskapene må plasseres inn i industrien, og et begrep som vi ofte da bruker er vedvarende konkurransefortrinn (moat).

2.2 Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Når vi analyserer vedvarende konkurransefortrinn gjør vi det ofte for nye og fremvoksende teknologier og markeder, og vi bruker perspektiver fra klassisk økonomi og innovasjonsteorier. Disse to tilnærmingene gir oss komplementære verktøy for å forstå hvordan bedrifter kan oppnå og opprettholde konkurransefortrinn i dynamiske markeder som eVTOL (electric vertical takeoff and landing), batterier, selvkjørende enheter, plattformer, satellitter og kryptobørser.

Vi anvender (1) klassisk økonomi som grunnlag for konkurransefortrinn. Klassisk økonomi, med tenkere som Adam Smith, David Ricardo og senere Michael Porter, fokuserer på ressurser, skalafordeler, komparative fortrinn og markedsposisjonering. For å analysere vedvarende konkurransefortrinn i nye teknologier. (2) Innovasjonsteorier, som Joseph Schumpeters «kreative ødeleggelse», Clayton Christensens «disruptive innovasjon» og ressursbasert teori (RBV), fokuserer på hvordan bedrifter skaper og opprettholder fortrinn gjennom teknologisk og forretningsmessig innovasjon. (se [perspektivnotat 9](#) om Disruptive Teorier).

Postcards From The Future

Vedvarende konkurransefortrinn og teorier

Komparative fortrinn (David Ricardo)

Komparative fortrinn handler om å utnytte unike ressurser eller evner som gir lavere kostnader eller høyere verdi sammenlignet med konkurrenter. I nye teknologier kan dette være tilgang til unike data, patenter eller spesialisert kompetanse.

Eksempel: Batterier (Tesla vs. CATL)

Tesla har et komparativt fortrinn gjennom vertikal integrasjon, der de kontrollerer alt fra batteriproduksjon (Gigafactory) til programvare for batteristyring. CATL, derimot, har fortrinn gjennom storskala produksjon og kostnadseffektivitet i Kina. Tesla oppnår differensiering gjennom innovasjon, mens CATL fokuserer på kostnadsledelse.

Analyse: Bedrifter må identifisere hvilke ressurser (f.eks. teknologi, arbeidskraft eller råmaterialer) som gir dem en unik posisjon i verdikjeden.

Skalafordele og nettverkseffekter

Klassisk økonomi vektlegger stordriftsfordeler, der kostnader per enhet synker med økt produksjon. I teknologimarkeder suppleres dette av nettverkseffekter, der verdien av en tjeneste øker jo flere som bruker den.

Eksempel: Plattformen (kryptobørser som Binance og Coinbase)

Binance og Coinbase har et vedvarende konkurransefortrinn gjennom sterke nettverkseffekter: Jo flere brukere og handelsvolum, desto mer likviditet og lavere transaksjonskostnader. Dette tiltrekker flere brukere, noe som skaper en positiv feedback-loop.

Analyse: For plattformer er det kritisk å nå en "kritisk masse" raskt. Binance oppnådde dette gjennom lave gebyrer og bredt utvalg av kryptovalutaer, som låste konkurrenter ute. Coinbase gjennom å bli institusjonenes kryptobørs.

Porter's Five Forces

Alle vi som studerte økonomi på 1990-tallet kjenner til Michael Porter. Hans rammeverk analyserer konkurransefortrinn gjennom fem krefter: trusselen fra nye aktører, kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, substitutter og konkurranseintensitet.

Eksempel: eVTOL (Joby Aviation)

eVTOL-markedet har høye inngangsbarrierer (kapitalkrav, regulatoriske godkjenninger), noe som gir tidlige aktører som Joby Aviation et fortrinn. Samtidig er kundenes forhandlingsmakt lav, da urban luftmobilitet er en ny tjeneste uten direkte substitutter.

Analyse: Bedrifter må vurdere hvordan de kan bygge barrierer (f.eks. patenter, regulatoriske fortrinn) for å beskytte sin posisjon.

Vedvarende konkurransefortrinn og teorier

Schumpeters kreative ødeleggelse

Schumpeter hevdet at innovasjon driver økonomisk utvikling ved å erstatte gamle strukturer med nye. Bedrifter som introduserer radikale innovasjoner kan dominere markeder inntil de selv blir disruptert.

Eksempel: Selvkjørende enheter

Waymo har et fortrinn gjennom tidlig investering i autonom kjøring og enorme mengder kjøredata, som forbedrer deres AI-modeller. Konkurrenter som tradisjonelle bilprodusenter sliter med å ta igjen Waymos teknologiske ledelse. Unntaket her, er i vårt hode, Tesla.

Analyse: Bedrifter må kontinuerlig innovere for å unngå å bli offer for kreativ ødeleggelse. Waymo må for eksempel håndtere trusler fra nye aktører som bruker alternative teknologier som computer vision og AI (Tesla sin FSD).

Disruptive innovasjon (C. Christensen)

Disruptive innovasjoner starter ofte i nisjemarkeder før de utkonkurrerer etablerte aktører. Nye teknologier kan være enklere eller billigere og appellere til kunder som overses av markedsledere.

Eksempel: Satellitter (Starlink)

SpaceX's Starlink disrupter tradisjonelle satellittkommunikasjonsselskaper ved å tilby lavkost, høyhastighets internett via små, masseproduserte satellitter. De startet i nisjemarkeder (landlige strøk) og utvider nå globalt. ASTS, som tilbyr bredbånd på GSM telefonen, samarbeider i større grad med de nasjonale operatørene.

Analyse: Bedrifter må identifisere underbetjente markeder og bruke teknologi for å tilby enklere eller billigere alternativer. Starlink utnyttet stordriftsfordeler i rakettproduksjon og satellittdesign for å senke kostnader.

Ressursbasert teori (RBV)

Ressursbasert teori fokuserer på unike, vanskelige å kopiere ressurser (VRIN: Valuable, Rare, Inimitable, Non-substitutable) som skaper vedvarende konkurransefortrinn.

Eksempel: Batterier (QuantumScape)

QuantumScape utvikler solid-state batterier, som kan gi lengre rekkevidde og raskere lading enn tradisjonelle litium-ion-batterier. Deres patenter og ekspertise er vanskelige å kopiere, noe som gir et potensielt fortrinn.

Analyse: Bedrifter må kartlegge sine VRIN-ressurser (f.eks. patenter, data, talent) og beskytte dem gjennom IP-rettigheter eller hemmelige prosesser.

For å illustrere hvordan disse teoriene kan brukes benytter vi Joby ([se kapittel 3.1](#)) som et eksempel. Poenget vårt er at teorier kan øke forståelsen og bidra til bedre analyser av aksjer.

Joby - Analyse med klassisk økonomi- og innovasjonsteori

Analyse ved bruk av klassisk økonomi

Komparative fortrinn: Joby har en tidlig start (siden 2009) og betydelig R&D-investering, noe som gir dem teknologisk lederskap. Deres vertikale integrasjon, der de både produserer og planlegger å drifte lufttaxi-tjenester, gir en unik posisjon i verdikjeden.

Skalafordele: Med planlagte store produksjonsfasiliteter kan Joby redusere kostnader per enhet ved storskala produksjon, noe som er avgjørende i en kapitalintensiv industri som luftfart.

Markedsposisjonering: Som en av de første til å søke FAA-sertifisering, har Joby en første-mover-fordel. Partnere som Toyota, Uber og Delta forsterker deres merkevare og strategiske posisjon, spesielt i urbane markeder.

Analyse ved bruk av innovasjonsteorier

Disruptiv innovasjon (Christensen): eVTOL er en disruptiv teknologi som utfordrer tradisjonell luft- og grunntransport. Joby er i forkant, med en modell som tilbyr stille, effektiv og bærekraftig luftmobilitet, spesielt i urbane områder.

Ressursbasert teori (RBV): Joby har unike, vanskelig kopierbare ressurser, inkludert proprietær teknologi (seks motorer, vertikal takeoff), et erfarent team og strategiske allianser. Deres kontrakt med US Air Force gir validering og en garantert inntektskilde.

Dynamiske evner: Joby har vist evnen til å tilpasse seg og innovere, fra subskala prototyper til fullskala produksjonsmodeller, og nå i sertifiseringsfasen med FAA.

Integrert analyse: Kombinere klassisk økonomi og innovasjonsteorier

For å oppnå vedvarende konkurransefortrinn i nye teknologier, må bedrifter balansere klassiske økonomiske prinsipper (kostnadseffektivitet, markedsposisjon) med

innovasjonsdynamikk (teknologisk ledelse, disruptiv potensial). Her er vår liste som vi analyserer etter:

Postcards From The Future

Vedvarende konkurransefortrinn i nye teknologier

- 1. Identifiser unike ressurser (RBV):** Hvilke patenter, data eller talenter gir fortrinn? For eksempel, Tesla og Waymos sine kjøredata er en VRIN-ressurs.
- 2. Bygg barrierer (Porter):** Bruk patenter, regulatoriske fortrinn eller nettverkseffekter for å hindre konkurrenter, som Binance gjør i kryptobørser.
- 3. Utnytt skalafordeler:** Reduser kostnader gjennom storskala produksjon, som Tesla og CATL i batterimarkedet.
- 4. Fokuser på disruptive muligheter:** Start i nisjemarkeder, som Starlink gjorde med landlig internett, og ekspander derfra.
- 5. Kontinuerlig innovasjon (Schumpeter):** Unngå stagnasjon ved å reinvestere i FoU, som Meta gjør for å bygge en posisjon i Metaverse (AR/VR).

Praktiske eksempler om ledende selskaper i en voksende industri.

- eVTOL (Joby Aviation): Kombinerer regulatoriske fortrinn (FAA-godkjenninger) med teknologisk innovasjon (elektriske motorer). Konkurransefortrinn opprettholdes gjennom partnerskap med byer og operatører som Uber
- Batterier (Tesla/CATL/QuantumScape): Tesla utnytter vertikal integrasjon, CATL fokuserer på kostnadsledelse, og QuantumScape satser på disruptiv teknologi
- Selvkjørende enheter (Tesla/Waymo/Baidu): Leder gjennom datadrevet AI og tidlig markedsinntreden, men må kontinuerlig innovere
- Plattformer (Coinbase/Binance): Nettverkseffekter og rask skalering skaper en dominerende posisjon
- Satellitter (Starlink/ASTS): Disruptiv innovasjon og stordriftsfordeler gjør det mulig å utkonkurrere tradisjonelle aktører
- Kryptobørser som Coinbase viser hvordan brukermasse og likviditet skaper nettverkseffekter

Konklusjonen vår er at vedvarende konkurransefortrinn i nye teknologier krever en kombinasjon av klassiske økonomiske strategier (kostnadsledelse, differensiering, barrierer)

og innovasjonsstrategier (f.eks. disruptjon, knappe verdifulle ressurser, kontinuerlig FoU). Bedrifter må kartlegge sine unike styrker, utnytte nettverkseffekter og være forberedt på å tilpasse seg raske endringer.

2.3 Nr 3: Sterk historisk vekst

Vekst er et sentralt begrep for oss og våre investeringsstrategier. I praksis kan selskapenes vekst komme fra to forhold. (1) Industrien vokser, og selskapet vokser med stabile markedsandeler. (2) Industrien er flat/fallende, men selskapet vokser gjennom å ta markedsandeler på grunn av egenskaper ved produktet eller tjenesten. Vi leter ofte etter situasjoner der industrien vokser, og selskapet tar markedsandeler på grunn av sine vedvarende konkurransefortrinn.

I jakten på å forstå og lage en ramme for det andre kriteriet må vi definere vekst. En på CAGR (Compound Annual Growth Rate) på 20%-25% over fem år regnes ofte som en terskel for «høy vekst» i investorverden, da det indikerer evne til å doble inntekter omtrent hvert tredje-fjerde år. Gardner fremhever historisk, vi vektlegger også analyser av fremtidig vekst for selskaper som har liten vekst i dag. Dette gjelder særlig selskaper som disrupterer gjennom nye markeder. Vi fortsetter å anvende begrepene til Christensen.

Disruptjon av nye markeder og disruptjon av eksisterende markeder krever ulike tilnærminger til analysen av historisk og fremtidig vekst fordi de opererer i forskjellige markedsdynamikker.

(1) Disruptjon av nye markeder skjer når en innovasjon skaper et helt nytt marked ved å tiltrekke seg ikke-eksisterende kunder. Folk som tidligere ikke hadde råd til eller tilgang til lignende produkter. Eksempler inkluderer personlige datamaskiner som gjorde computing tilgjengelig for massene, eller streamingtjenester som Netflix, som skapte et marked for on-demand underholdning utenfor tradisjonell TV og DVD. Her er fokuset på å konvertere «ikke-konsumenter» til kunder ved å senke barrierer som pris, kompleksitet eller tilgjengelighet. Analysen av historisk vekst er ofte preget av rask eksplosiv vekst fordi markedet utvides fra null, mens fremtidig vekst krever vurdering av skalering, nettverkseffekter og potensial for

global spredning. Risikoen er høyere, siden suksess avhenger av å bygge nye vaner og infrastruktur.

(2) Disrupsjon av eksisterende markeder skjer i etablerte markeder der en aktør entrer bunnen av markedet med et «godt nok»-produkt som er billigere og enklere, og appellerer til kunder som ikke trenger full ytelse. Eksempler inkluderer lavkostflyselskaper som Ryanair eller Norwegian, som disrupterte tradisjonelle flyselskaper ved å tilby billigere billetter. Analysen av historisk vekst fokuserer på markedsandelsgevinster fra etablerte konkurrenter, ofte med moderat tempo siden markedet allerede eksisterer. Fremtidig vekst vurderes gjennom evnen til å bevege seg oppover i markedet (f.eks. forbedre kvalitet for å ta høyere segmenter), men det er mindre rom for eksplosiv utvidelse sammenlignet med nye markeder. Risikoen er lavere først, men konkurransen kan intensiveres raskt.

For begge er CAGR et nyttig mål for å kvantifisere vekst, men i nye markeder kan høy CAGR signalisere vellykket markedsutvidelse, mens i eksisterende markeder reflekterer det ofte effektivitet i å ta markedsandeler.

Postcards From The Future

Disrupsjoner og CAGR

		Nye markeder (Skaper nytt forbruk, høy usikkerhet)	Eksisterende markeder (Tar andeler, lavere risiko)
Y-Axis: CAGR over fem år	CAGR over 20%	Høy vekst, eksplosiv - Høypotensial disruptorer Eks: Tesla, Netflix (tidlig fase) Fokuser på skalering og innovasjon for fremtidig vekst; historisk høy pga. markedsutvidelse. Potensial for unicorn-status, men høy volatilitet.	Aggressive andel-erobrere Eks: Uber (i vekstfaser). Historisk drevet av effektiv disrupsjon; fremtidig vekst via oppoverbevegelse i markedet. Sjeldnere, men indikerer sterk konkurransekraft
	CAGR under 20%	Modnende innovatører Eks: Airbnb (senere fase) Historisk boom som avtar; fremtidig vekst krever diversifisering. Risiko for stagnasjon hvis markedet mettes.	Stabile low-end spillere Eks: Ryanair, Walmart Historisk stabil via kostnadsledelse; fremtidig vekst via optimalisering. Lav risiko, men begrenset oppside.
		X-Axis: Type disrupsjon	

I kapittelet over diskuterte vi S-kurver i industrien og selskaper. En del av selskapene som vi analyserer har ingen inntekter enda (typisk på vei inn i «CAGR over 20%»-kvadrantene i

figuren over). Det er ikke uvanlig, men krever noen ekstra analyser. Bestiller man et skip eller kjøper en tomt for å bygge et hotell investerer man uten kontantstrøm og omsetning. Slik er det også for en del selskaper innenfor nye industrier. For 50 år siden fantens hverken mobiltelefoner, internett eller elektriske biler. Noen foretok analysen om at det ville bli industrier med høy gøy-faktor (eller CAGR da) en eller annen gang. Verdien av Apple, Google og Tesla var høy før omsetningen og inntjeningen ble rapportert slik at Aftenposten kunne kikke i bakspeilet og skrive om gjennombrudd og skyhøy vekst. Disse selskapene vandrer i dødens dal en periode. Og de som rir ut av dødens dal er ofte svært gode investeringer, samtidig som at flere her kan være svært dårlige investeringer.

Fremtidig vekst: Om å ri ut av «Valley of Death på en S-kurve

«Valley of Death» er som nevnt over et begrep som ofte brukes i innovasjon og entreprenørskap for å beskrive den kritiske fasen i en bedrifts eller teknologis livssyklus der risikoen for å mislykkes er høy. I konteksten der vi snakker om introduksjonsfasen i S-kurven (den tidlige, flate delen der veksten er treg), refererer Valley of Death til perioden der en innovasjon må bevise både sin teknologiske levedyktighet (Proof of Technology), sin forretningsmessige bærekraft (Proof of Business Model), og sin evne til å skalere tidlig (Early Scaling). Dette er fasen der mange prosjekter mislykkes på grunn av manglende finansiering, tekniske utfordringer, svak markedstilpasning eller manglende evne til å skalere. Belønningen for oss aksjefolk er at hvis selskapet kommer igjennom er det ofte at aksjekursen også blir seende ut som en S-kurve.

I vår sammenhengen kan vi definere «Valley of Death» som:

- Fra et teoretisk ståsted er det en fase der innovasjon må overvinne høye usikkerheter knyttet til teknologi, marked og operasjonell skalering. Det er her ressurser (kapital, tid, kompetanse) er begrensede, og bedriften må bevise at teknologien fungerer, at det finnes et levedyktig marked, og at de kan begynne å skalere uten å «brenne opp» ressursene.
- Empirisk er dette en periode preget av høye kostnader (f.eks. FoU, prototyper, markedsvalidering) og lave inntekter, der bedriften ofte er avhengig av ekstern finansiering (f.eks. venturekapital, offentlige tilskudd). Data viser at mange startups

mislykkes i denne fasen på grunn av manglende PoT eller PoBM, eller fordi de ikke klarer å skalere raskt nok.

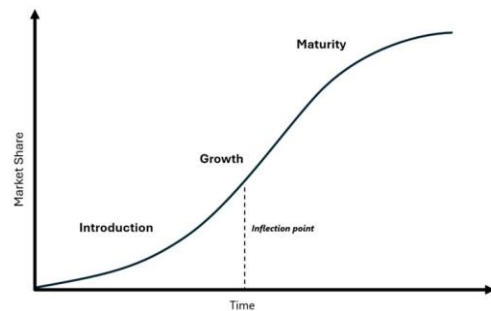
Postcards From The Future

Ri ut av «valley of death» på en S-kurve

S-kurvens introduksjonsfase passer godt til dette, da det er her innovasjonen prøver å få fotfeste før den går inn i en vekstfase. De tre begrepene dine – PoT, PoBC, og Early Scaling – representerer milepæler som må nås for å krysse dalen:

- 1. Proof of Technology (PoT):** Beviser at teknologien fungerer i praksis, ofte gjennom prototyper eller pilotprosjekter. Dette reduserer teknologisk usikkerhet.
- 2. Proof of Business Concept (PoBC):** Viser at det finnes et marked som er villig til å betale for produktet/tjenesten, og at forretningsmodellen er bærekraftig (f.eks. gjennom tidlige salg eller kundevalidering).
- 3. Early Scaling:** Demonstrerer at bedriften kan skalere driften (produksjon, distribusjon, team) uten å miste kontroll over kvalitet eller økonomi, ofte ved å tiltrekke seg større kunder eller investorer.

Valley of Death er dermed perioden der bedriften må navigere disse tre milepælene samtidig som den håndterer begrensede ressurser og høy usikkerhet.



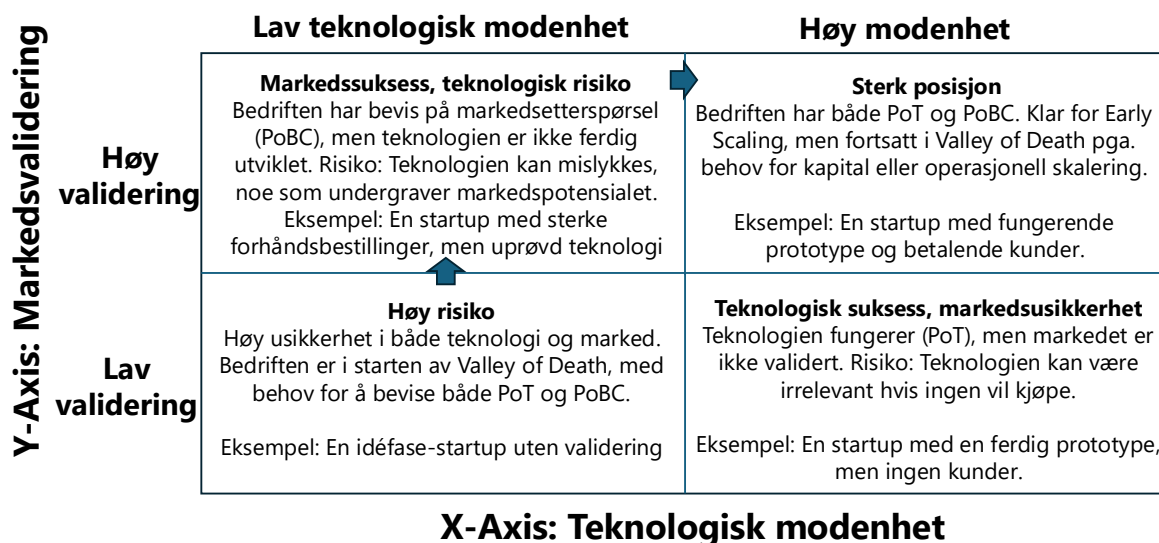
For å strukturere dette, lager vi to 2x2-matriser som belyser forholdet mellom begrepene og Valley of Death.

Teknologisk modenhet vs. Markedsvalidering

X-akse: Teknologisk modenhet. Lav teknologisk modenhet er der teknologien er uprøvd eller i tidlig utvikling (f.eks. konsept eller tidlig prototype). Høy modenhet er når teknologien er validert og fungerer i realistiske miljøer (PoT oppnådd).

På **Y-aksen** setter vi markedsvalidering. Lav validering har vi når ingen eller lite bevis på markedsetterspørsel eller betalingsvillighet. Tilsvarende er høy når markedet har validert etterspørsel, f.eks. gjennom tidlige salg eller kontrakter (PoBM oppnådd).

Teknologisk modenhet vs. Markedsvalidering



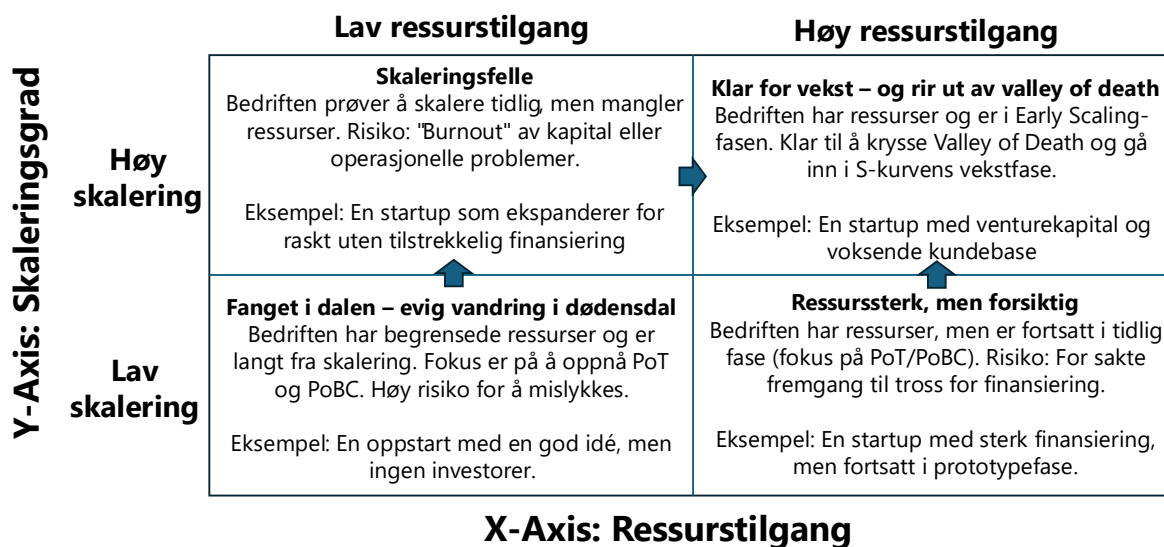
Et selskap er dypest i Valley of Death i kvadranten nederst til venstre, der usikkerheten er høyest. Kvadranten over er nærmest å krysse dalen, men Early Scaling krever fortsatt ressurser. Bedrifter må bevege seg denne retningen for å overleve.

Matrise 2: Ressurstilgang vs. Skaleringsgrad

X-akse: Ressurstilgang. Ved lav ressurstilgang er det begrenset kapital, team eller infrastruktur. På høy ressurstilgang delen av aksene er det tilgang til finansiering, kompetanse og operasjonelle ressurser.

Langs Y-aksen har vi skaleringsgrad. Ved lav skaleringsgrad er bedriften i tidlig fase, med fokus på PoT og PoBM, ikke klar for skalering. Tilsvarende er høy når bedriften har begynt «Early Scaling», med voksende kundebase eller produksjon.

Ressurstilgang vs. Skaleringsgrad – Valley of death

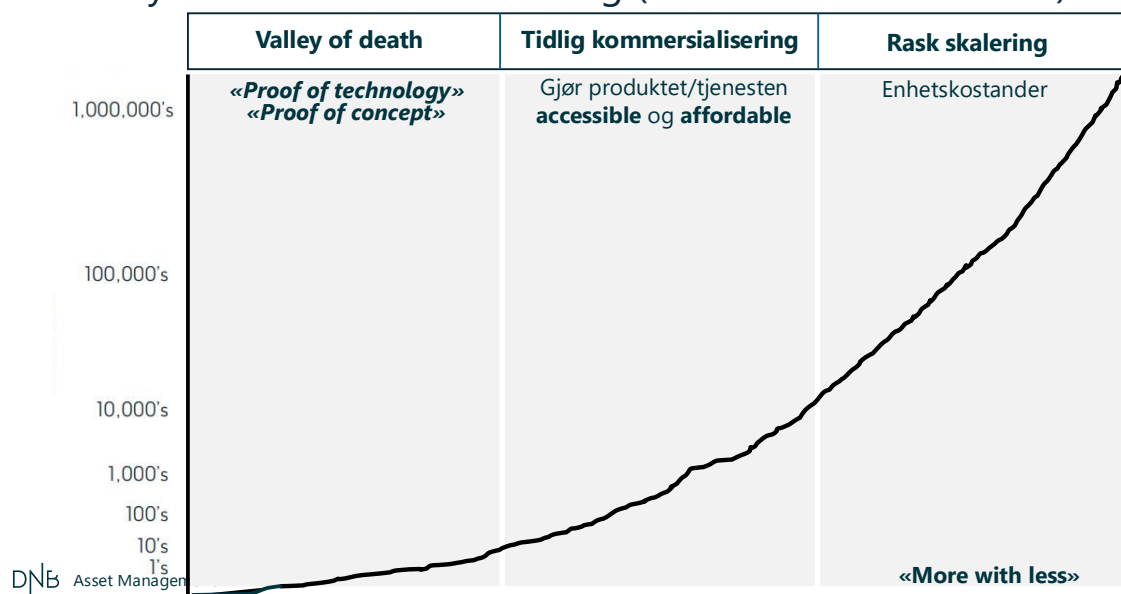


Dypest i Valley of Death er nederste venstre kvadrant, der mangel på ressurser hindrer fremgang. Kvadranten øverst høyre representerer bedrifter som er best posisjonert for å lykkes, mens kvadranten øverst venstre viser risikoen ved å skalere for tidlig uten tilstrekkelige ressurser.

Introduksjonsfasen i S-kurven er preget av lav vekst og høy usikkerhet, som stemmer godt med Valley of Death. De tre begrepene PoT, PoBM, og Early Scaling, er kritiske milepæler i denne fasen:

- PoT reduserer teknologisk risiko og flytter bedriften mot høyre.
- PoBM reduserer markedsrisiko og flytter bedriften opp i nedre høyre kvadrant.
- Early Scaling krever både ressurser og validering (flyttes opp mot høyre), og markerer overgangen ut av Valley of Death mot S-kurvens vekstfase.

Fra valley of death til rask skalering (introduction i S-kurven)



Dødens dal og J-kurver

Dødens dal illustrerer altså gapet eller «dalen» der mange forretningsmodeller «dør» fordi de ikke klarer å krysse dette gapet mellom ekstern finansiering (gjeld og ek) og selvfinansiering (fri kontantstrøm). I vår sammenheng kan vi også beskrive dette som en J-kurve:

Fra dødensdal med en J-kurve

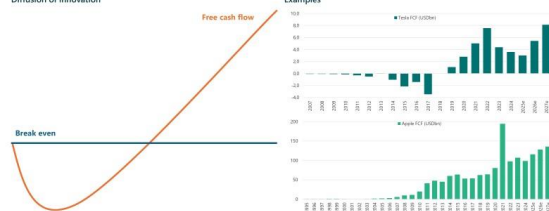
Er forretningsmodellen under den rettlinjen (break-even) befinner selskapet seg i dødens dal der usikkerheten er knyttet til fraværet av positiv kontantstrøm. Dette medfører at det oppstår et **finansieringsgap**. Dette gapet kan kun dekkes gjennom lån eller egenkapital. Dersom selskapet da ikke har lyktes med å redusere den teknologiske usikkerheten, altså mangler proof of Technology og eller proof of business model blir ofte finansieringen vanskelig.

Du blir liggende i dødensdal.

Investing in the J-curve

Timing, but time is your friend

Diffusion of innovation

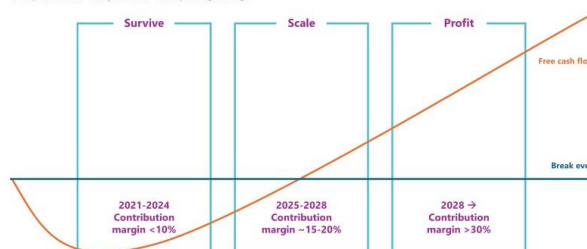


Modeling material dedicated to professional investors only. DNB Asset Management AS (Norway) and DNB Asset Management S.A. (Luxembourg). Webpage: <https://dnen.com/en>

30

Investing in the J-curve

AST SpaceMobile: «Valley of Death» and operating leverage



Modeling material dedicated to professional investors only. DNB Asset Management AS (Norway) and DNB Asset Management S.A. (Luxembourg). Webpage: <https://dnen.com/en>

31

Tesla (eksempelet i sliden over), navigerte sin egen «Valley of Death» ved å overleve år med økonomisk usikkerhet før elbilmarkedet kom høyere opp i sin S-kurve. I grafen oppe til høyre ser man kontantstrømmen til Tesla fra 2010 og frem til 2023. Den var negativ i nesten 10 år før den skalerte til en høy kontantstrøm. I dødens dal er kortsiktig overlevelse betalingen i en langsiktig visjon, proof of business model.

Selv Apple har vandret i dødens dal i mange år. Selskapet gikk nesten konkurs på slutten av 1990-tallet, og ble reddet av en sjekk fra Bill Gates. I figuren nederst ser man kontantstrømmen til Apple. I etterkant av Iphone i 2008 eksploderte kontantstrømmen, og Apple forlot dødens dal med ekspressfart.

Dødens dal, J-kurver, proof of technology, proof of business model og skalering er alle viktige begreper for oss i DNB Disruptive Muligheter. De beste investeringene finnes ofte i det selskapene forlater dødens dal, og de dårligste er de som blir der for å dø. Vi tror det er mange selskaper som vil forlate dødens dal de neste fem årene.

2.4 Nr 4: Visjonær ledelse

«Et råd til deg, Ivers. Gjør management analysen. Mange ganger.» Jeg var sylfersk analytiker i forrige årtusen og fikk en oppstreker av analysesjefen fordi jeg hadde trodd på CEO'en i et mindre telekomselskap. Profit warning fra selskapet gjorde at jeg hadde få motargumenter å stamme frem etter morgenmøtet på Aker Brygge.

For å vurdere visjonære ledere må vi atter vende et lite blikk mot teorienes verden, men selve management analysen er en soft faktor analyse der empiri og erfaring teller mye for oss.

«Entrepreneurship Theory» er en egen liten teoribulk som kan være relevant å ha et forhold til. Schumpeter la vekt på entreprenørenes rolle i å drive innovasjon og økonomisk vekst. Visjonære ledere som Steve Jobs (Apple), Elon Musk (Tesla) eller Jeff Bezos (Amazon) er klassiske eksempler på gründere som skaper nye markeder og driver vekst. I samme gruppe vil plassere visjonære ledere som Abel Avellan i ASTS, Brett Adcok i Figure, og ikke minst Peter Beck i Rocket Lab.

Resource-Based View (RBV) fokuserer på at et selskap med unike ressurser og kapabiliteter (som ledelse) kan oppnå varig konkurransefortrinn. Visjonær ledelse er en slik ressurs, som vi ser hos TransMedics ([se kapittel 3.11](#)) under Waleed Hassanein.

«Organizational Leadership» understreker at effektive ledere kan inspirere og drive organisasjoner til å oppnå eksepsjonelle resultater, spesielt i tidligfasebedrifter, som Serve Robotics under Ali Kashani ([se kapittel 3.10](#)) og Joby.

Gardners krav om visjonær ledelse er grunnleggende for å identifisere selskaper som kan bryte gjennom og skape nye industrier eller disruptere eksisterende industrier. Slike ledere er ofte nøkkelen til å realisere selskapets fulle potensial, i tråd med Schumpeter og RBV-teorier.

Fine dresser, god vinsmak, veltalende stemmer eller utseende er som regel bare røyk, og dårlige signaler for å skille de gode fra de dårlige visjonære lederene og deres kapabiliteter. Ville du ha putta penger i gjengen i bildet under? Lagbildet er fra Microsoft.

Postcards From The Future

Grundere og ledelse



Det er en egen soft skill å vurdere de gode visjonære lederne som er vanskelig å putte inn et regneark. Vi lytter derfor hvert eneste kvartal på rundt 100 resultatfremleggelser eller leser referatet fra dem. Noen ganger flere, sjeldent færre. Vi er også ofte på seminarer og møter selskapene, og det aller beste er å besøke selskapene. Ofte lager selskapene slagord med fancy logoer som ledelsen aldri benytter. Disse er mye verdt for logokonsulenten og

kommunikasjonshæren som gjerne har bestilt det. Det har i beste fall null verdi for oss. Men når Abel i ASTS sier for fjerde kvartalspresentasjon på rad at selskapet mål er:

«Connecting the unconnected»

Vet vi at visjonen er reell, og visjonen er i tillegg knallgod. Klart og tydelig.

2.5 Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

Finfinans gjengen jobber ofte med selskaper som har 50-60 analytikere, og som er gjennomanalysert gjennom mange år. Vi derimot, jobber ofte med selskaper som kanskje kommer dit. Små selskaper som blir store selskaper. Selskapet eller produktet må ha en slags «buzz», en forbrukerappell for å skille seg ut for å ta fatt på veien fra liten til stor. Det kan være visjonære ledere, vedvarende konkurransefortrinn eller at produktet får sterke brukergrupper. Finfinans tror ikke dette er viktig, vi tror det.

Behavioral Finance er studier om hvordan psykologiske faktorer påvirker investeringsbeslutninger. «Buzz» eller «hype» kan være et resultat av irrasjonale entusiasme, beskrevet i teorier om markedsoverreaksjoner, som hos Tesla med sterk investorentusiasme. ASTS har det samme.

Markedssentiment er et ord som du ofte hører finfinans og pengefolk si. Det er ikke noe annet enn denne «buzz»'en, det bare høres mye finere ut. Investorstemning kan drive aksjekurser oppover, selv om det fundamentale ikke støtter det. Dette er et sentralt konsept i behavioral finance og kan forklare hvorfor noen selskaper opplever en «hype».

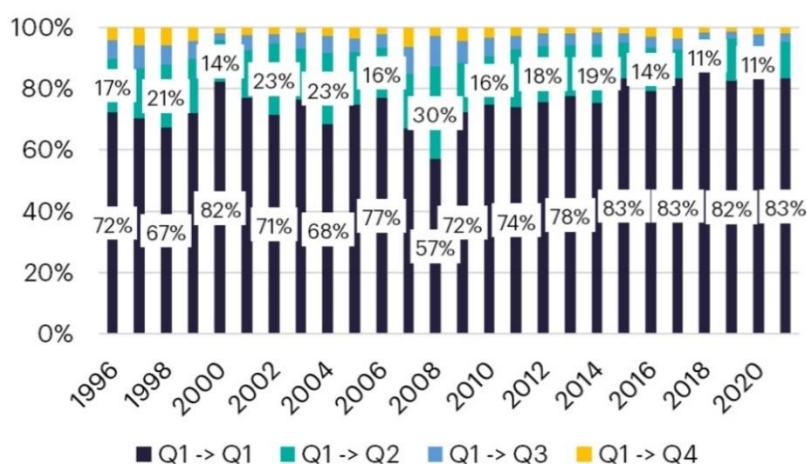
Også her kan vi bruke begrepsapparat rundt S-kurver og *Diffusion of Innovations* forklarer hvordan nye ideer eller produkter sprer seg gjennom samfunnet. Selskaper med høy forbrukerappell er ofte de som raskt adopteres av brukere tidlig og skaper en snøball-effekt, som vi tror robottaxier, eVTOL og AR-briller vil oppleve i 2026.

Gardners fokus på «buzz» er en anerkjennelse av at markedsstemning og forbrukerappell kan være en indikator på et selskapets potensial. Imidlertid er det viktig å kombinere dette med andre kriterier for å unngå blinde spekulasjoner, i tråd med behavioral finance og diffusjonsteori. Vi vil aldri investere hvis det er «buzz» uten at de andre kriteriene er på plass.

2.6 Nr 6: Overvurdert av markedet?

«Ivers, den derre Tesla er jo knalldyr, også er jo Musk klin gærn. Eier du den?» Noen av de aksjene som har gitt best avkastning over tid er alltid dyre, og noen av de billigste aksjene forblir billige over tid. Hvorfor er det slik?

Persistence of “Cheapest” Valuations in the U.S.



Kilde: Alphaarchititect.com

Det er slik fordi det ikke finnes et Sannhetsministeri som definerer hva som er billig og dyrt, og om aksjen skal opp eller ned avgjøres av noen millioner handler, en haug av algoritmer og noen makrotall. Noen sier «vi kjøper aldri over p/e 15x», andre sier «vi kjøper aldri under p/e 15x».

Det finnes en ting som de aller fleste er enige om hvis vi prater verdsettelse over lang sikt. *Kontantstrøm*. Til syvende og sist er det alltid kontantstrømmen all verdsettelse ender opp i. Men verdsetting starter sjeldent der. Å beregne fremtidig kontantstrøm er svært krevende, og veldig sensitiv for små endringer. Derfor har vi multipler. Et nøkkeltall tall fra selskapet som salg eller inntjening per aksje ganges med 10x eller 20x for å finne et mål på selskapsverdi eller aksjens kursmål. De fleste av alle investorer bruker et sett av ulike metoder.

Ulike investorer liker ulike investeringskriterer på ulike faser av aksjens modenhet.

Efficient Market Hypothesis (EMH) er utviklet av Eugene Fama, og teorien er at markeder er effektive og at aksjekurser reflekterer all tilgjengelig informasjon. Det er sammen med ned diskonterte kontantstrømmer selv grunnmuren av teori og praksis av verdivurderinger. Problemet er at de forblir et slags ideal, litt på samme måte som de ti bud kan være for mennesker. Der dette idealet har best forutsetninger for å lage rimelige analyser som investorer kan bruke er hvis omgivelsene til selskapet er svært stabile og forutsigbare. Den verden finnes i noen land og industrier, men blir nok i vår disruptive verden stadig mindre. Lokal, regionale og globale bedrifter med sterke vedvarende konkurransefortrinn (moat) kan over tid vise stabil kontantstrøm, og danner grunnmuren i det som kalles verdibaserte investeringer. Kontantstrømanalyser er som nevnt en slags hellig ku for finansverden. Vi har selv brukt noen tusen timer for Excel-arkene og regnet. Og regnet. Alle vi som har gjort det, vet også at det finnes et begrep som heter *Garbage in, Garbage out* fordi estimatene om fremtiden er helt avgjørende. Men prinsippene om kontantstrøm er likevel helt sentrale for å forstå verdivurderinger av selskaper.

I motsetning til verdibasert investering, som fokuserer på dagens fundamentale verdier, krever vekstinvestering evnen til å analysere fremtiden i ustabile omgivelser. Dette kan inkludere å vurdere faktorer som vi har diskutert over - nye produkter, markedsutvidelse eller teknologiske gjennombrudd.

Strategien for vekstbaserte investorer handler ofte om å ligge i forkant av markedet, «skøyte dit pucken skal» som Gretzkys sa om sin strategi på ishockeyisen. Ifølge EMH reflekterer aksjepriser all tilgjengelig informasjon, noe som ville gjøre det vanskelig å konsekvent «skøyte dit pucken skal» og slå markedet. Men i praksis antyder strategien at markeder ikke alltid er perfekte. Dette stemmer med behavioral finance, som hevder at investorer kan utnytte feilprisinger ved å forutse utviklinger som ennå ikke er priset inn, for eksempel ved å investere i et selskap før en stor innovasjon blir allment kjent eller at markedet ikke tror på teknologien. Selvkjørende biler, eVTOL, AR briller, humanoids og kommersielle droner er fem eksempler på teknologier markedet i liten grad bryr seg om i dag. Men som vi tror markedet vil gjøre i 2026 og 2027. Og årene etterpå.

Vekstinvestorer søker selskaper med høyt potensial for fremtidig inntjening, ofte innen sektorer som teknologi eller helse. Disse aksjene kan ha høye pris-til-inntjenings multipler (P/E) fordi investorer betaler for fremtidig vekst. Å «skøyte dit pucken skal» passer perfekt

her. Investorer må forutse hvilke selskaper som vil lede an i fremtiden og investere før denne veksten reflekteres fullt ut i aksjekursen. Derav kriteriet «ledende selskap i voksende industri».

Konsepter som kontantstrøm eller price-to-earnings (P/E)-forhold brukes til ofte til å vurdere om en aksje er over eller undervurdert. Gardners tilnærming utfordrer tradisjonelle verdiskapingsmodeller ved å argumentere for at selskaper med høyt vekstpotensial kan være verdt høyere enn hva tradisjonelle metoder antyder, som hos Tesla med høy P/E. Og Amazon. Og NVIDIA

Gardners villighet til å investere i selskaper som kan virke «overvurdert» på kort sikt er basert på troen på at markedet til slutt vil anerkjenne deres vekstpotensial. Dette er en kritikk av EMH og en anerkjennelse av at atferdsmessige faktorer kan skape midlertidige «feilprisinger».

"Invest in the future, not the past"

Dette sitatet fanger essensen av «Skøyte ditt pucken skal» ved å understreke viktigheten av å fokusere på fremtidig potensial fremfor historiske resultater.

Vi innledet denne delen med å si at ulike investorer anvender ulike metoder, og under diskuterer vi ulike prinsipper og i hvilke sammenhenger vi mener det kan være hensiktsmessig å bruke dem. Skillet mellom verdibaserte og vekstbaserte investorer tar vi med oss videre. Og over en aksje sin livssyklus vil nok de fleste prinsipper bli brukt. For 30 år siden var dagens mest verdifulle selskaper (Apple, MSFT, Amazon) priset med investeringsprinsippene fra vekst. Og i dag er de ofte analysert med mer verdibaserte investeringsprinsipper.

Drøfting av verdsettelsesmultipler og metoder

Verdsettelse av selskaper avhenger sterkt av deres vekstprofil. For selskaper med lav, men forutsigbar vekst (typisk modne industrier med stabile cash flows, som 0-15% årlig vekst, CAGR), fokuseres det på pålitelige, konservative metoder som vektlegger historiske data og lav risiko.

(1) Verdibaserte investeringsprinsipper

- Dividend Discount Model (DDM) verdsetter aksjer basert på fremtidige utbytter diskontert til nåverdi. Passer godt for selskaper med stabile utbytter, siden veksten er forutsigbar og lav (f.eks. Gordon Growth Model, hvor evig vekstrate antas å være lav, som 2-4%). Dette gir en stabil verdsettelse uten store usikkerheter.
- Discounted Cash Flow (DCF) med stabil lav vekst: En enkel ett-trinns DCF hvor fremtidige frie cash flows (FCF) estimeres med lav, konstant vekstrate. Risikopremien er lav, og metoden inkluderer ofte en terminalverdi basert på perpetuell (evig) vekst.
- Multipler som P/E (Price/Earnings) eller EV/EBITDA: Disse er enkle og sammenlignbare med peers i samme industri. For selskaper som vokser lite brukes historiske gjennomsnitt, f.eks. en P/E på 10-15x for, siden inntjeningen er forutsigbar og ikke avhenger av drøye antakelser. EV/EBITDA er merkelig nok mye brukt i kapitalintensive industrier, men vi bruker den sjeldent fordi investeringer undervurderes.
- Asset-based valuation fokuserer på balanseverdier (f.eks. bokverdi eller likvideringsverdi), nyttig hvis veksten er lav og selskapet har betydelige eiendeler. Price/Book er for eksempel mye brukt i analyser av bank.

Disse metodene minimerer usikkerhet ved å bruke konservative antakelser, og de er mindre sensitive for vekstforutsigelser siden veksten er lav og stabil.

(2) Vekstbaserte investeringsprinsipper

For selskaper med høy vekst og uforutsigbarhet (typisk tech- eller disruptive selskaper med potensiale for over 20-50% vekst, men høy volatilitet pga. markedsusikkerhet eller tidlig fase), kreves mer fleksible metoder som håndterer risiko og scenarier. Her er veksten ofte ikke-lineær, og uforutsigbarhet kommer fra faktorer som teknologisk endring eller regulatoriske barrierer. Vanlige metoder inkluderer:

- Two-stage eller multi-stage DCF: Estimerer høy vekst i en initiell fase (f.eks. 5-10 år med 30-50% vekst), etterfulgt av en stabiliseringsfase. For å håndtere uforutsigbarhet, brukes sannsynlighetsvektede scenarioer (f.eks. 60% sjanse for høy vekst, 40% for lav), som justerer for risiko.

- PEG-ratio (Price/Earnings to Growth): En utvidelse av P/E, hvor P/E divideres på vekstraten til inntjeningen (f.eks. PEG < 1 indikerer undervurdert). Dette justerer for høy vekst, men er sensitiv for usikre vekstanslag.
- Venture Capital-metoder som Berkus-metoden eller Scorecard-metoden: For svært uforutsigbare selskaper (f.eks. pre-revenue), verdsettes basert på kvalitative faktorer som team, markedspotensial (TAM) og prototyper, kombinert med multipler fra lignende high-growth peers (f.eks. P/S på 10-20x for tech-startups).
- Markedsbaserte multipler som EV/Sales: Brukes når inntjening er negativ eller volatil, siden salgsvekst er mer forutsigbar enn resultat i tidlig-faser.

Disse metodene krever sensitivitetsanalyser for å håndtere uforutsigbarhet, og de resulterer ofte i høyere verdsettelse dersom vekstpotensialet veier opp for risikoen.

Det er nå vi kobler på Porter sine fem krefter (konkurransenintensitet)

Porter sine «Five Forces» analyserer industriens konkurranseintensitet, som direkte påvirker verdsettelsen:

1. Høy intensitet (f.eks. sterk rivalisering eller lave barrierer) reduserer profittmarginer og øker risiko, noe som senker multipler og øker diskonteringsrater i DCF. Lav intensitet gir høyere verdsettelse gjennom bedre forutsigbarhet og margins.
2. Trussel fra nye aktører: Høy i high-growth industrier (f.eks. tech), lav i modne med høye barrierer (f.eks. kapitalintensiv medtech). Dette øker uforutsigbarhet for høyvekst-selskaper, og krever høyere risikopremie i verdsettelse.
3. Leverandør- og kundemakt: Sterk kundemakt senker priser og margins, vanlig i e-commerce eller EV, noe som gjør vekst mindre forutsigbar.
4. Trussel fra substitutter: Høy i disruptive felt (f.eks. alternative tech), som øker volatilitet og favoriserer scenario-basert verdsettelse.
5. Rivalisering blant eksisterende: Høy rivalisering (f.eks. i search advertising) presser ned margins, mens lav (f.eks. i nisjer som organ preservation) støtter høyere multipler.

For å oppsummere denne diskusjonen integrerer vi vekst, forutsigbarhet og konkurranseintensitet i en 2x2-matrise. X-aksen er definert etter ulike grader av *Vekstnivå* (Lav til venstre: under 0-15% årlig. Høy til høyre: over 15-50% årlig.

Y-akse definerer *Forutsigbarhet* (Høy nederst: Stabil, lav volatilitet og lav konkurranseintensitet. Lav øverst: Høy volatilitet, uforutsigbar vekst og høy konkurranseintensitet fra Porter sine fem krefter).

Kvadrantene representerer ulike verdsettelsesprofilene vi diskuterte over.

Postcards From The Future

Vekst, forutsigbarhet og konkurranseintensitet (Porter)

		Lav (0-15% CAGR)	Høy (15-50+% CAGR)
Y-Axis: Forutsigbarhet	Lav	Sykliske eller declining selskaper med høy konkurranse (f.eks. sterk rivalisering/substitutter). Verdsett med konservative asset-based metoder; høy risiko senker multipler. Modne industrier under press.	Disruptive/emerging selskaper med høy konkurranse (nye aktører, substitutter). Verdsett med multi-stage DCF eller venture-metoder; høye multipler hvis potensial veier opp risiko.
	Høy	Modne, stabile selskaper med lav konkurranseintensitet (høye barrierer). Verdsett med DDM eller stable DCF; lave multipler, men lav risiko.	Etablerte growth-ledere med moderat konkurranse. Verdsett med PEG eller two-stage DCF; balansert høy verdsettelse.
		X-Axis: Vekstnivå	

Postcards From The Future

Vekst, forutsigbarhet og konkurranseintensitet (Porter)

		Lav (0-15% CAGR)	Høy (15-50+% CAGR)
Y-Axis: Forutsigbarhet	Lav	Få selskaper vi er interessert i - Men for eksempelets skyld: Equinor (lav vekst ~2-4% fra commodity-priser, høy volatilitet og rivalisering i olje/gass)	ASTS (høy potensial, men pre-revenue, høy trussel nye aktører) Tesla (variabel vekst ~13-20% decline Q1, men høyt potensial med robotaxi; høy rivalisering i EV) Serve Robotics (80% QoQ, tidlig stadium; TransMedics (35%, emerging medtech; moderat substitutter Joby (høy potensial vekst fra pre-revenue til > 100%+, men uforutsigbar pga. regulatoriske og konkurranse i eVTOL Rocket Lab (36%+ vekst, men rivaler i space-launch/eco EOSE (høy vekst, energy storage substitutt-trussel QuantumScape (høy potensial fra pre-revenue, men uforutsigbar i solid-state batteries pga. tech-risiko)
	Høy	Google (12-14%, moden dominant; lav trussel nye i search fra Ordmodeller ISRG (15-17%, stabil medtech; høye barrierer SoFi (15-20+% vekst, etablert fintech med moderat barrierer UnitedHealth (5-6% vekst, moden healthcare med høye regulatoriske barrierer	MercadoLibre (34%, etablert leder i LatAm e-commerce; moderat rivalisering Eli Lilly (30-35% vekst, pharma-leder med patentbeskyttelse og lav trussel fra nye aktører Grab Holdings (19-23% vekst, dominant superapp i SE Asia med nettverkseffekter).
		X-Axis: Vekstnivå	

Denne plasseringen reflekterer at selskaper i øvre høyre kvadrant (som Joby og QuantumScape) passer best til multi-stage DCF eller venture-metoder på grunn av høy usikkerhet, mens de i nedre venstre (som UnitedHealth) egner seg til metoder med DDM eller P/E-multiplier.

De som eier selskaper som er billige (lav P/E) innenfor områder som digitale kameraer, fax maskiner, bensinbiler og telekom operatører vil alltid mene at de disruptive selskapene vi jakter og diskuterer senere i dette notatet, er dyre og overvurderte. Problemet er at disse «billige» selskapene med lav P/E ofte er det vi kaller «*Cheap for a reason.*» De er billige helt til disrupsjonen av dere analoge forretningsmodeller kommer. Da er de plutselig veldig dyre fordi historiens nøkkeltall sluttet å reproducere seg. De overvurderte aksjene var i historiens bakspeil de som eide dumme mobiletelefoner, fax maskiner, bensinbiler og telekom-operatører.

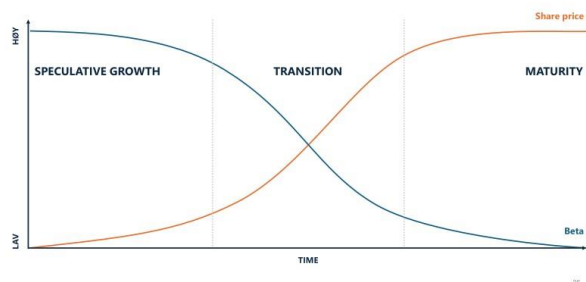
Finansgjengen er besatt av risiko. Historiske modeller brukes for å etablere estimer om fremtidig risiko. I en verden med disrupsjoner, og eksponentiell vekst blir det svært krevende å vurdere lav risiko riktig. I 2025 så langt har helsesektoren som «markedet» historisk har priset til lav risiko med motsykliske forretningsmodeller, vært dårlig. Reguleringer, fallende innovasjon og kanskje lavere pricing power gjør at betaen til disse selskapene sannsynligvis vil gå opp i 2026 (tar dog litt tid å samle historiske makrodata). Vi sier ofte at lav beta blir høy beta, og høy beta blir lav beta. Skjer det med flere selskaper eller industrier samtidig vil store formuer bytte hender. Og investorene med «lav risiko» fax maskiner og eksosrøraksjer sitter neppe på vinnerloddet. Man må forstå forskjellen på historisk og fremtidig beta i en disruptiv verden.

Beta og risiko – stedet der den gjennomsnittlige rådgiveren og investoren bommer mest

Beta måler en aksjer eller porteføljes systematiske risiko i forhold til markedet i forhold til en indeks som S&P 500 eller MSCI World. Tallet sier noe om hvor følsom aksjekurs er for bevegelser i markedet.

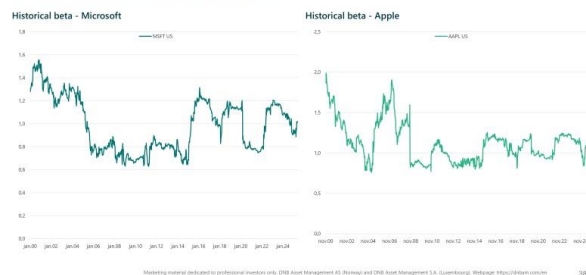
Lav beta blir høy beta – og høy beta blir lav beta

Investing in declining β



Investing in declining β

Low beta stocks, but new disruptions might change the risk profile



Dersom Beta er 1 vil aksjen bevege seg i takt med markedet. Er beta over 1 svinger den mer enn markedet. Vi sier da at aksjen har en høyere volatilitet enn markedet. Tilsvarende hvis Beta er under 1 vil den svinge mindre enn markedsindeksen.

Beta brukes til å vurdere risikoeksponering. Aksjer med høy beta kan gi høyere avkastning i oppgangstider, men større tap i nedgangstider, noe som passer for risikovillige investorer. Aksjer med lav beta gir stabilitet og er foretrukket for risikoaverse investorer.

Høy beta blir lav beta, og lav beta blir høy beta

I en finansverden er det overraskende mange som snubler i forskjellen mellom risiko og variasjon. De er på mange måter tvillinger som fanger opp ulike aspekter ved usikkerhet i investeringer. Men forskjellene er viktig og sentrale.

Variasjon refererer til svingningene i avkastningen til en investering over tid, målt ved statistiske mål som standardavvik eller varians. Det kvantifiserer hvor mye avkastningen avviker fra sitt gjennomsnitt eller forventet avkastning. Variasjon er et mål på volatilitet, altså hvor ustabil eller uforutsigbar avkastningen er. Høy variasjon indikerer store svingninger, mens lav variasjon indikerer mer stabile avkastninger. Variasjon er nøytral og måler både positive og negative avvik fra gjennomsnittet. Den er et deskriptivt statistisk mål og tar ikke direkte hensyn til investorens preferanser eller konsekvenser av svingningene. Det brukes

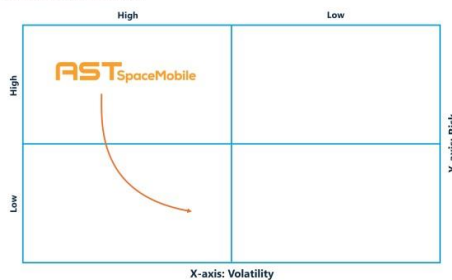
ofte i porteføljeteori for å vurdere spredningen i avkastning, som for eksempel i Markowitz sitt rammeverk for porteføljeoptimalisering.

Postcards From The Future

Beta er basert på historie – vi investerer i fremtiden

AST SpaceMobile

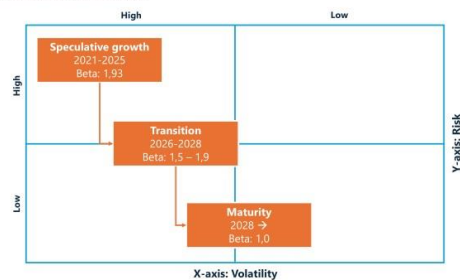
Proof points likely to lower risk and drive beta down



Marketing material dedicated to professional investors only. DNB Asset Management AS (Norway) and DNB Asset Management S.A. (Luxembourg). Webpage: <https://dbsm.com/en>

AST SpaceMobile

Proof points likely to lower risk and drive beta down



Marketing material dedicated to professional investors only. DNB Asset Management AS (Norway) and DNB Asset Management S.A. (Luxembourg). Webpage: <https://dbsm.com/en>

37

2.7 Sammenheng mellom teoriene og Gardners strategi

Gardners «Rule Breaker»-strategi bygger på en rekke økonomiske teorier og innovasjonsbegrep:

- Disruptiv innovasjon og Schumpeters kreative ødeleggelse forklarer hvorfor ledende selskaper i voksende industrier er så verdifulle, som hos Joby og ASTS.
- Competitive Advantage og Economic Moats er sentrale for å forstå vedvarende konkurransefortrinn, som hos Tesla og MercadoLibre.
- Growth Investing og Neoclassical Growth Theory underbygger fokuset på historisk og fremtidig vekst, som hos SoFi og Rocket Lab.
- Entrepreneurship Theory og Resource-Based View hjelper med å identifisere visjonær ledelse, som hos TransMedics og Serve.
- Behavioral Finance og markedssentiment forklarer betydningen av «buzz», som hos Coinbase og Tesla.
- Valuation Theory og EMH utfordres av Gardners tilnærming, som ser på langtidspotensial fremfor korttidseffektivitet, som hos QuantumScape og EOSE.

I tillegg er konsepter som nettverkseffekter (Coinbase, Grab) og Blue Ocean Strategy (Joby, AST) spesielt relevante for selskaper som bryter med tradisjonelle modeller og skaper nye markeder.

3.0 Enkeltelskaper

Nå har vi redegjort og drøftet de 6 kriteriene til David Gardner med ulike teorier og verktøy.

Postcards From The Future

David Gardners sine seks "Rule Breaker"-kriterier

- 1. Ledende selskap i en voksende industri:** Selskapet må være en leder (eller i ferd med å bli det) i en ny eller raskt voksende sektor. Eksempel: Amazon i e-handel på 90-tallet eller Nvidia i grafikkprosessorer og AI.
- 2. Vedvarende konkurransefortrinn:** Selskapet må ha noe unikt – som sterk merkevare, patenter, teknologi eller nettverkseffekter – som gjør det vanskelig for konkurrenter å ta dem igjen.
- 3. Sterk historisk vekst:** Selskapet må vise solid vekst i inntekter, fortjeneste eller brukermasse over tid, noe som indikerer potensial for fortsatt ekspansjon.
- 4. Visjonær ledelse:** Ledelsen må ha en klar visjon og evne til å gjennomføre. Tenk Jeff Bezos for Amazon eller Jensen Huang for Nvidia.
- 5. Forbrukerappell eller "buzz":** Selskaper som fanger folks oppmerksomhet, enten gjennom innovative produkter eller sterk merkevarelojalitet, har ofte stort potensial.
- 6. Overvurdert av markedet?:** Gardner ser etter aksjer som kan virke "for dyre" etter tradisjonelle mål som P/E-forhold, fordi dette ofte indikerer at markedet ennå ikke fullt ut forstår selskapets fremtidige potensial.

Vi anvender de seks kriteriene på 12 ulike selskaper som vi har analysert noen år. De fleste eier vi i dag og noen har vi eid i flere år selv om vi størrelsen varierer. Vi driver aktiv forvaltning der vi justerer størrelsen på investeringene fortløpende. Disse analysene er ingen anbefalinger, men en illustrasjon på hvordan vi jobber og anvender teorier, modeller og prinsipper for å analysere selskaper som vi anser som relevante for vår investeringsstrategi. Forhåpentligvis kan disse analysene være inspirasjon for å gjøre dine egne vurderinger og analyser.

1. Ledende selskap i en voksende industri

Joby 	Tesla 	Grab Holdings 
SoFi Technologies 	Coinbase Global 	Serve Robotics 
MercadoLibre 	QuantumScape 	TransMedics Group 
AST SpaceMobile 	Eos Energy Enterprises 	Rocket Lab 

3.1 Joby Aviation (JOBY US)

Joby Aviation, grunnlagt i 2009 av JoeBen Bevirt, er en ledende aktør i eVTOL-industrien. De utvikler elektriske fly for lufttaxi-tjenester. Disse flyene kalles elektriske vertikale takeoff- og landingsfly (eVTOL), og har som mål om å revolusjonere urban transport.



Joby utvikler eVTOL-fly (se bildet) med seks elektriske motorer, designet for én pilot og fire passasjerer, en toppfart på 320 km/t (200 mph) og en rekkevidde på opptil 240km (150 miles). Flyet er stille (lik en samtale, hevder de) og har null utslipp. Siden 2009 har de flydd over 50.000 km (30.000 miles) på fullskala prototyper, og er nå i en flerårig testperiode med Federal Aviation Administration (FAA) for sertifisering, med forventet kommersiell drift i Midtøsten ila. Q1

2026 og i USA i 2026. Joby har høy grad av vertikal integrert skala produksjon i Marina,

California, med fasiliteter på 55.000 kvadratmeter, med opsjon på utvidelse til 500.000 kvadratmeter. Første produksjonsversjon rullet ut i juni 2023, med FAA-godkjenning for flytesting, og vi ser en økende frekvens av testflyvninger i 2025.

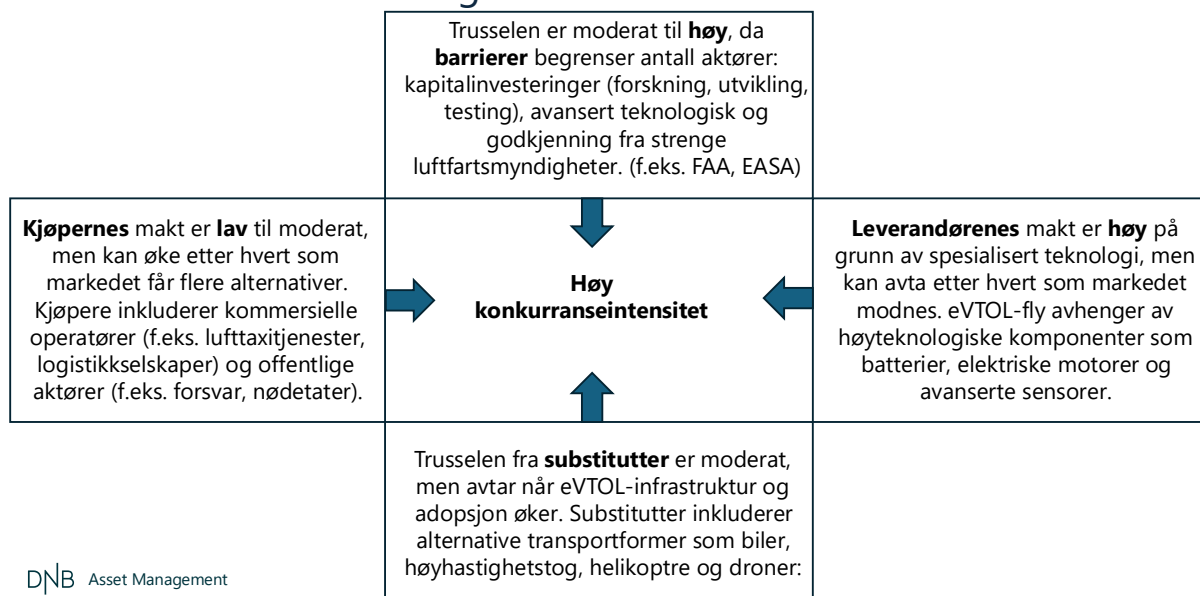
Joby Aviation har tatt et viktig steg mot sertifisering fra Federal Aviation Administration (FAA) ved å sende sitt første «conforming aircraft» (et fly som oppfyller alle sertifiseringskrav) til sluttmontering. Dette flyet skal brukes i TIA-flytesting (Type Inspection Authorization), som er en kritisk fase der FAA-piloter selv tester flyet for å verifisere sikkerhet og ytelse. Den 18. august 2025 gjennomførte Joby den første eVTOL-flyvningen med pilot mellom to offentlige flyplasser i USA. Dette var fra Marina Municipal Airport til Monterey Regional Airport, ca. en distanse på 10 nautiske mil (18km) i FAA-kontrollert luftrom. (I det Disruptive Perspektivnotatet: [Selvkjørende Agenter](#) diskuterer vi eVOL industrien mer i dyben.)

Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

eVTOL-markedet er i en introduksjonsfase på S-kurven med høy forventet vekst (CAGR 20% fra 2025–2034), drevet av urbanisering, behov for bærekraftig transport og teknologiske fremskritt. Lufttaxi og lasttransport er estimert til å være de sterkeste vekstsegmentene.

Bruttomarginer er lave i tidlig fase på grunn av høye FoU-kostnader, regulatoriske krav og infrastrukturbehov. Over tid kan skaløkonomi, teknologiske forbedringer (f.eks. billigere batterier) og redusert leverandørmakt forbedre marginene, spesielt for aktører som oppnår markedsledelse.

Porter sine fem krefter og eVTOL industrien



DNB Asset Management

Joby har inngått hva vi kaller en gjennombruddsavtale med Dubai Roads and Transport Authority for å starte kommersielle operasjoner så tidlig som i løpet av året eller tidlig neste år, noe som styrker deres posisjon som en leder i markedet. Avtalen ble fornyet og utvidet ved utgangen av Q2 2025 og selskapet, men at de er «on track» for å lansere tjenesten i Q1 2026.

June 30, 2025



Joby Cements Global Lead in Air Taxi Industry with Dubai Flights and Beginning of Commercial Market Readiness Work

- Delivers first aircraft to the UAE and successfully begins commercial market readiness work with multiple piloted, vertical-takeoff-and-landing wingborne flights
- Advancing toward air taxi operations in partnership with Dubai's Roads and Transport Authority, the Dubai Civil Aviation Authority, and the UAE General Civil Aviation Authority
- His Excellency Mattar Al Tayer, Director General, Chairman of the Board of Executive Directors of the Roads and Transport Authority – Dubai, witnessed first flights and ground operations, underscoring Dubai's commitment to advanced air mobility
- In partnership with Skyports Infrastructure, construction underway on Joby's first commercial vertiport site at Dubai International Airport (DXB) and on track for Q1 '26 completion

SANTA CRUZ, Calif. & DUBAI, United Arab Emirates--(BUSINESS WIRE)-- Joby Aviation, Inc. (NYSE:JOBY), a company developing electric air taxis for commercial passenger service, today announced a historic milestone: its electric air taxi has successfully completed a series of piloted, vertical-takeoff-and-landing wingborne flights in Dubai, marking the start of its commercial market readiness efforts in the region. A first in the eVTOL sector, these efforts will further develop Joby's readiness in anticipation of carrying its first passengers in 2026. This milestone also marks a significant step in Joby's three-pronged commercialization strategy: direct operations, aircraft sales, and regional partnerships.

This press release features multimedia. View the full release here: <https://www.businesswire.com/news/home/2025063035355/en/>

"The United Arab Emirates is a launchpad for a global revolution in how we move," said Joe Ben Bevir, founder and CEO of Joby Aviation. "In addition to building a performant aircraft, we've also been maturing our program for anticipated passenger service with global operational capabilities and scalable, durable manufacturing. Our flights and operational footprint in Dubai are a monumental step toward weaving air taxi services into the fabric of daily life worldwide. With our visionary partners, we're igniting a future where quiet, clean flight is the new normal, and we're demonstrating the leadership of American innovation on the global stage."

His Excellency Mattar Al Tayer, Director General, Chairman of the Board of Executive Directors of the Roads and Transport Authority – Dubai also witnessed the inaugural test

Joby konkurrerer med flere selskaper. Vi anser at den største konkurrenten til å være Archer Aviation. De to selskapene har ulike design og produksjonsprofiler. Archer har en mer lettbeint tilnærming til flybransjens standarder og arbeidsmetodikk der det viktigste er å få flyene godkjent og inn i markedet. Joby har i større grad standardisert rundt «luftfartsindustrien» sine produkter og prosesser, og er betydelig mer vertikalt integrert. Lykkes Joby tror vi at de lettere

vil skalere produksjon og dra nytte av fallende enhetskostnader i større grad enn Archer.

Joby sine fremskritt i sertifisering og strategiske partnerskap (som med Toyota, som eier ca. 15 % av selskapet) gir dem en sterk posisjon.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Vi oppsummer vår analyse av Joby sine konkurransefortrinn i sliden under.

Postcards From The Future

Joby – Vedvarende konkurransefortrinn

Første-mover-fordel: Ved å være blant de første med FAA-sertifisert eVTOL-fly, kan Joby etablere seg som markedsleder før konkurrenter som ArcherAviation

Vertikal integrasjon: Kontroll over produksjon og drift gir dem en unik posisjon i verdikjeden, noe som kan skape låseeffekter og barrierer for konkurrenter.

Sterke partnere: Allianser med Toyota, Uber og Delta øker tillit og muligheter for integrasjon i eksisterende transportnettverk, som "home-to-airport"-flyvninger

Regulatorisk fremgang: Allerede i fase 3 av 5 i FAA-sertifiseringsprosessen, med kommersiell drift planlagt for 2025, gir dem et forsprang.

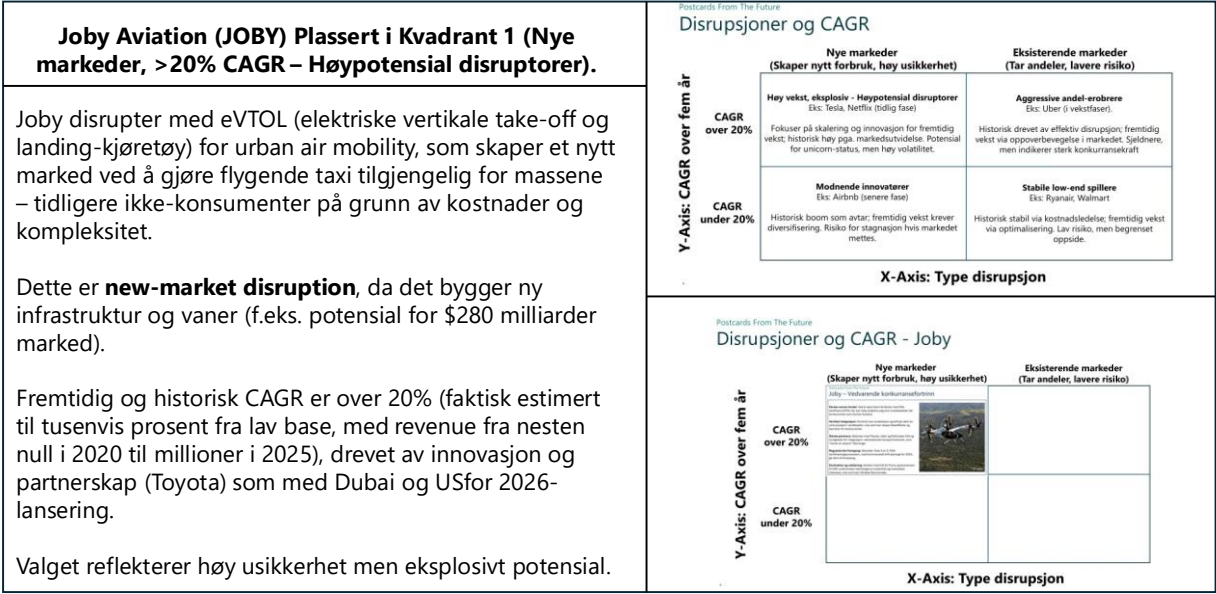
Kontrakter og validering: Avtalen med US Air Force og leveransen til UAE understreker teknologiens modenhet og markedets interesse, noe som kan tiltrekke flere kunder.



Selv om Joby er godt posisjonert, møter de intens konkurranse fra andre eVTOL-produsenter. Siste tids nyheter viser også at Archer gjør fremskritt, og begge selskaper har opplevd positive aksjebevegelser i 2025, drevet av regulatorisk støtte og markedsinteresse. Vi tror at Joby har et vedvarende konkurransefortrinn gjennom sin teknologi, sertifiseringsledelse og strategiske partnerskap.

Nr 3: Sterk historisk vekst

Postcards From The Future
Analyse av vekst - Joby

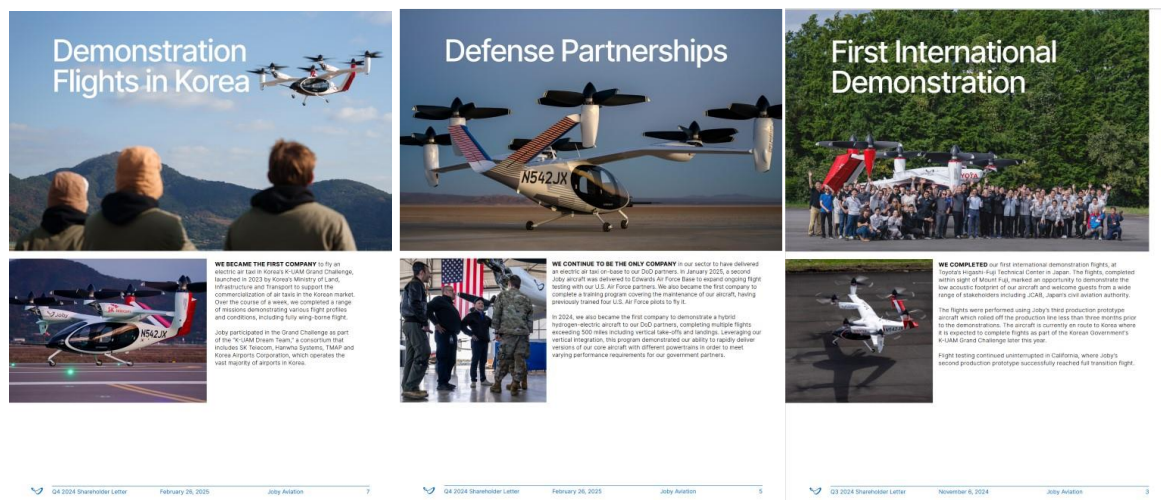


Joby er et selskap i før-kommersiell fase, og har ennå ikke generert betydelige inntekter fra kommersielle operasjoner. Dette gjelder alle eVTOL-selskapene (med unntak av kinesiske Ehang). Deres fokus har vært på utvikling, testing og sertifisering. Derfor er det vanskelig å vurdere historisk vekst i tradisjonell forstand (inntekter/fortjeneste). Imidlertid viser selskapet fremskritt i det som muliggjør en rask skalering til vekst og lønnsomhet. Nemlig et FAA-godkjent eVTOL-fly klar for kommersielle og militære flygninger.

Regulatorisk har Joby gjort raske fremskritt i sertifiseringsprosessen siden søknaden i 2018, med en forlengelse godkjent i 2022 og endelige luftdyktighetskriterier publisert i 2024. Joby publiserer fortløpende en oppdatering på de regulatoriske prosessene på kvartalstallene, og viser til bra progresjon de siste kvartalene (se triggeranalysen under)

Disruptsjonen av landbasert transport skjer gjennom å lage et marked i luften. Dette markedet finnes ikke i dag for eVTOL, derfor må markeder defineres og skapes på mange områder og geografier. Det er det vi illustrerer i foilen under:

Et utvalg av geografisk og produkt utvidelser

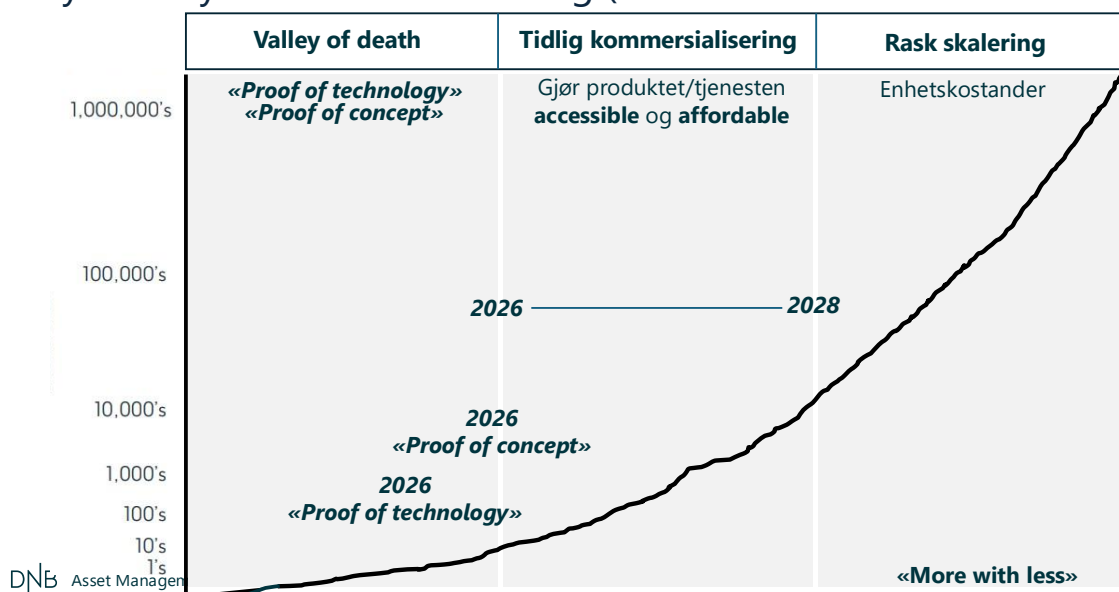


DNB Asset Management

Joby har sikret produksjonsfasiliteter i California og Ohio, noe som viser at når Proof of Technology og Business Model er passert kan selskapet raskt gå inn i fasen vi kaller Early Scaling.

Mangelen på inntekter gjør dette kriteriet vanskelig å oppfylle fullt ut, men Joby sin fremgang i utvikling og markedsposisjon antyder potensial for fremtidig vekst. I figuren under viser hvordan vi tror Joby plasserer seg i S-kurven sin tidlige fase (introduksjon) og beveger seg ut av Valley of Death. Triggerpunkt-analysen av Joby er til slutt i dette kapittelet.

Joby - valley of death til skalering (introduction fasen i S-kurven)



Nr 4: Visjonær ledelse

Joby ledes av administrerende direktør JoeBen Bevirt, som har en bakgrunn som seriegründer og ingeniør. Hans visjon om å skape en vedvarende, urban luftmobilitetsløsning har drevet Joby til å bli en leder i eVTOL-industrien. Selskapets evne til å sikre partnerskap med aktører som Toyota og myndigheter, samt fremskritt i FAA-sertifisering, indikerer sterk gjennomføringsevne. Uttalelser fra Joby Chief Product Officer, Eric Allison, understreker en dyp forståelse av teknologien og markedet, noe som styrker tilliten til ledelsen.

Postcards From The Future

Joby sitt management team



JoeBen Bevirt

Founder and Chief Executive Officer

JoeBen is the founder and Chief Executive Officer of Joby Aviation and has led the team since its inception, more than a decade ago. He has dedicated his life to driving radical innovation in electric propulsion and robotics. In 1999, JoeBen co-founded Velocity11 to develop high-performance robotic laboratory systems, which was acquired by Agilent Technologies. In 2005, he founded Joby Inc., a company that develops useful and delightful consumer products including the popular Gorillapod flexible camera tripod.



Rodrigo Brumana

Chief Financial Officer

Rodrigo Brumana serves as Joby's Chief Financial Officer, and oversees the company's accounting, finance, tax, treasury, and investor relations functions. His prior experience includes scaling global finance operations at HP, Amazon, eBay and, most recently, Poshmark. Earlier in his career, he worked in complex manufacturing at Fairchild Semiconductor and Palm, Inc. Rodrigo holds a business degree from the University of California at Berkeley and a civil engineering degree from Federal University of Uberlândia (Brazil).



Eric Allison

Chief Product Officer

Eric serves as Joby Aviation's Chief Product Officer. He most recently led the Elevate team at Uber, developing software tools that built on more than a decade of experience enabling on-demand mobility. His experience in aerospace research, electric propulsion, energy storage, vehicle autonomy, and composite structures led him to the CEO position at Zee Aero, where he spearheaded the development of Cora, an autonomous air taxi vehicle. Eric holds a PhD in Aeronautics and Astronautics from Stanford, an MS in Aeronautics and Astronautics from Stanford, and a BS from the Milwaukee School of Engineering.

Konklusjonen er at ledelsen viser visjonær tenkning og evne til å levere på komplekse mål.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

Joby har betydelig «buzz» rundt seg, spesielt blant investorer og teknologiinteresserte. Konseptet med lufttaxier er i seg selv spennende og futuristisk, og avtalen om å lansere i Dubai, en innovasjonsdrevet by, forsterker denne appellen. Den dagen (2026?) når vanlige folk kan gå om bord i en eVTOL på JFK flyplassen utenfor New York, og 10 minutter senere lande på Manhattan vil «buzzet» bli enda høyere. En synlig og effektiv tjeneste som vil skape mange diskusjoner og bred mediedekning.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

Joby – 5 år og 1 år (+210%)

Pre-Revenue
Balanse ok
TAM og markedsandel analyser

Joby har ingen P/E-verdi ennå, siden de ikke genererer fortjeneste, men aksjen handles til en høy verdsettelse basert på fremtidige forventninger



Triggerpunktanalysen

Postcards From The Future

Joby - Valley of death analysen og trigger punkter



Gitt Joby sine fremskritt i sertifisering, partnerskap og investorinteresse, har selskapet potensial til å være en «Rule Breaker»-aksje, men risikoen er høy på grunn av industriens tidlige fase og lite inntekter. Som Gardner ofte understreker, krever slike investeringer

tålmodighet og toleranse for volatilitet. Den viktigste positive triggeren de neste fire kvartalene vil være knyttet til en endelig godkjenning fra FAA i USA, og at Joby letter som planlagt Q1 2026 i Midtøsten.

Triggerpunkt analyse - Joby

Q3 2024	Q1 2025	Q3 2025	Q1 2026
PoT: Fremgang i FAA-sertifisering (stage three completet). PoBM: Partnerskap med Uber for integrasjon. ES: Testflyvninger økt, men ingen inntekter ennå.	PoT: Andre kvartal på rad med rekord sertifiseringsfremgang; fullført 70% av stage four. PoBM: Kontantbeholdning \$813M; ingen inntekter ES: Levering av flere fly til militære tester.	PoT: Forventet fullføring av stage four sertifisering. PoBM: Potensielle partnerskap med flyselskaper. ES: Start på kommersielle testoperasjoner i USA.	PoT: Integrasjon av autonom teknologi. PoBM: Lisensiering av teknologi til partnere. ES: Lansering av tidlig kommersiell tjeneste i utvalgte byer.
Q4 2024	Q2 2025	Q4 2025	Q2 2026
PoT: Rekord fremgang i stage four av FAA-sertifisering; levering av andre fly til Edwards Air Force Base. PoBM: Netto tap på \$246M, men cash på \$1B. ES: Økt produksjon av prototyper.	PoT: Fortsatt sertifiseringsfremgang; test av produksjonslinje. PoBM: Estimert kontantbruk \$500-540M for 2025. ES: Oppkjøp av Blade's helikoptervirksomhet for \$125M; akselerere nettverk.	PoT: Søknad om type-sertifisering fra FAA. PoBM: Første inntekter fra militære kontrakter. ES: Utvidelse av produksjonsanlegg.	PoT: Full autonom flyvning demonstrert. PoBM: Skalerbar inntektsmodell via ridesharing. ES: Flåte på 50+ fly; global ekspansjon.

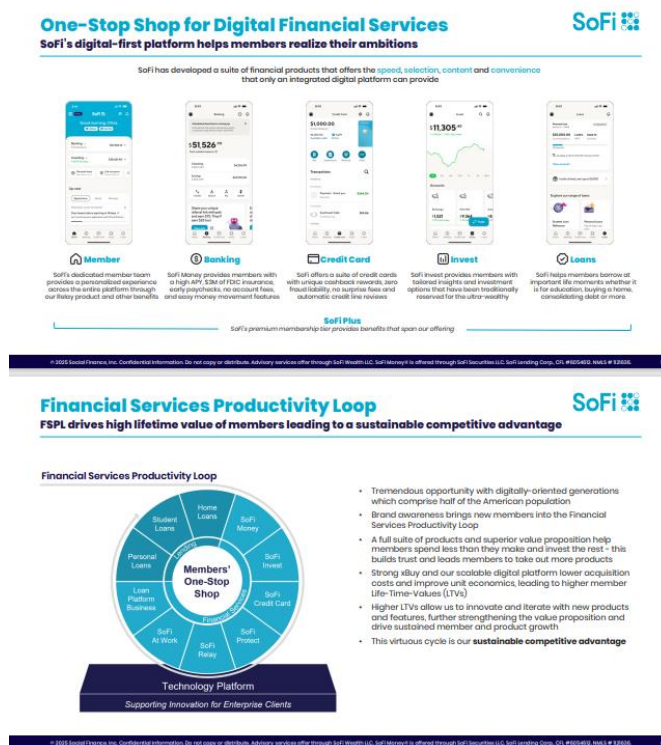
3.2 SoFi Technologies (SOFI)

SoFi er en digital finansplattform i USA som tilbyr tjenester som lån, investering, sparing,



kryptohandel og mer, med mål om å være en alt-i-ett-løsning for personlig økonomi. Sliden under viser både en innovasjonslinje, hvordan de opererer som en «one-stop-shop»-plattform og deres produktivitets loop.

Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

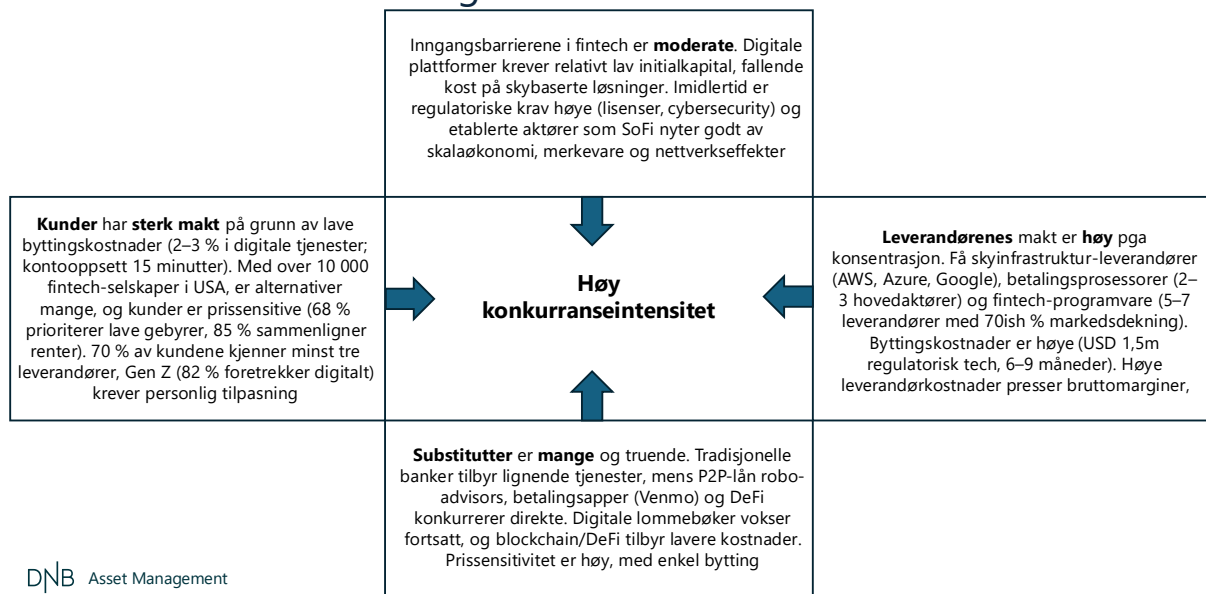


FinTech-sektoren vokser raskt på grunn av digitalisering av finansielle tjenester og økende etterspørsel etter brukervennlige, digitale alternativer til tradisjonelle banker. SoFi har posisjonert seg som en alt-i-ett-plattform som tilbyr lån (personlige, student, bolig), investeringsprodukter (SoFi Invest), sparekontoer (SoFi Money), kredittkort og kryptohandel. Selskapet har opplevd sterk vekst, med 11,7 millioner medlemmer og 1,26 millioner nye produkter i Q2 2025, og justert

nettoinntekt økte med 44% fra samme kvartal i fjor. SoFi konkurrerer med aktører som PayPal, Robinhood og Upstart, men deres diversifiserte tilbud og fokus på medlemsvekst gir dem en sterk posisjon i sektoren. Nylige partnerskap og utvidelse til krypto (inkludert stablecoins og staking) forsterker deres relevans i en innovativ nisje.

Postcards From The Future

Porter sine fem krefter og Sofi i fintech industrien



Konkurransen er intens i et fragmentert marked med 12 direkte digitale banker og over 30 fintech-plattformer. Nøkkelkonkurrenter inkluderer Robinhood (26 millioner brukere), Chime (13 millioner), Affirm, LendingClub, Upstart og tradisjonelle banker som JPMorgan. Markedet vokser raskt (8,6 billioner dollar innen 2027), med høye investeringer (100 milliarder dollar globalt i 2024) og teknologisk innovasjon (AI-marked 66,7 milliarder dollar innen 2028). Priskonkurransen er høy, men SoFi differensierer seg med integrert plattform og kundelojalitet.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Postcards From The Future

SoFi – Vedvarende konkurransefortrinn

Konklusjon: Unike plattform, teknologiske infrastruktur og diversifiserte tjenester gir vedvarende konkurransefortrinn

Alt-i-ett-plattform: SoFi tilbyr en sømløs brukeropplevelse ved å kombinere lån, sparing, investering og forsikring i én app, noe som skaper nettverkseffekter og kundelojalitet gjennom kryssalg.

Teknologiplattformer: Gjennom Galileo (en teknologiplattform for finansielle og ikke-finansielle institusjoner) og Technisys (en skybasert bankplattform) leverer SoFi B2B-tjenester, noe som diversifiserer inntektsstrømmene.

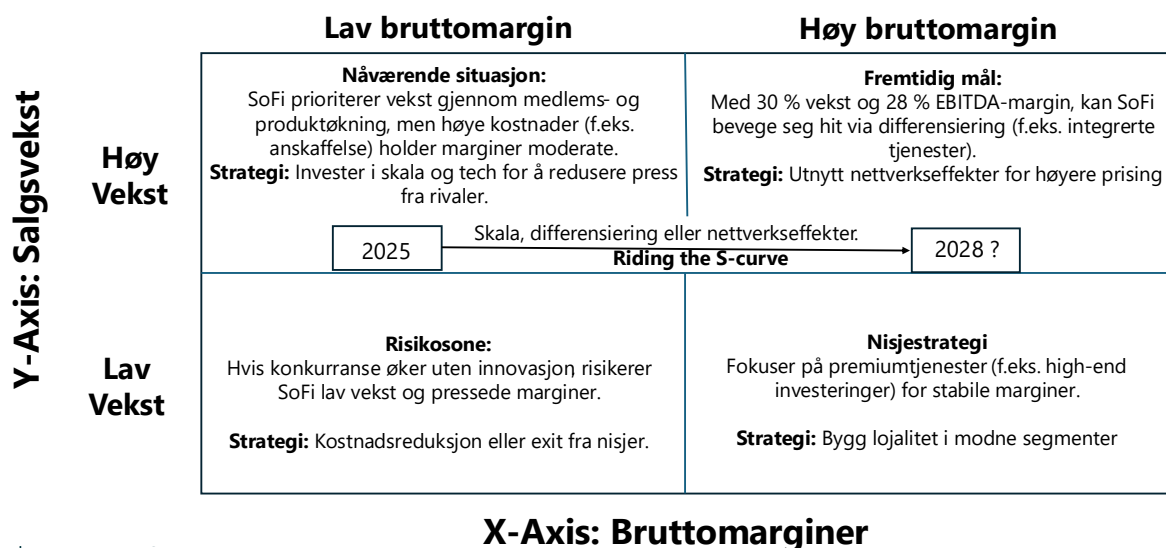
Medlemsfokus: SoFis strategi for kundehverving gjennom finansielle tjenester som SoFi Money og SoFi Invest driver kryssalg til høymarginprodukter som lån.

Krypto og innovasjon: Nylig relansering av kryptotjenester, inkludert stablecoins og staking, posisjonerer SoFi i en fremvoksende nisje.

Financial Services Productivity Loop

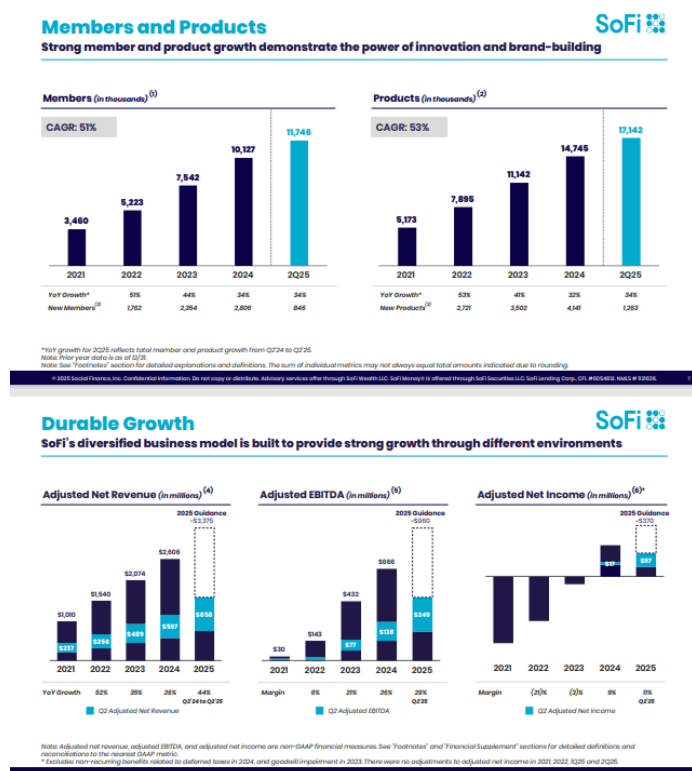


Sofi og industrianalysen: Vekst vs. bruttomargin



Nr 3: Sterk historisk vekst

SoFi har vist imponerende vekst de siste årene med CAGR over 20%.

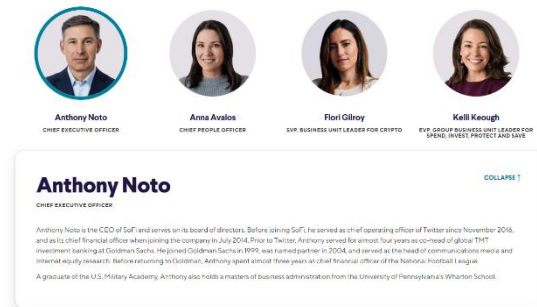


Selskapet la til 850.000 nye medlemmer i Q2 2025, og nådde 11,7 millioner totalt. Dette er en årlig veksttakt på 34%.

SoFi har slått forventningene og økt guiding siste 15+ kvartalene, og gjorde det riktignok sist kvartal også. Så for 2025 forventes justert nettoinntekt på \$3.235–\$3.310 milliarder (24–27 % vekst) og EPS på \$0,27–\$0,28.

Nr 4: Visjonær ledelse

SoFi ledes av administrerende direktør Anthony Noto, en erfaren leder med bakgrunn fra



Goldman Sachs og Twitter. Noto har drevet SoFi sin transformasjon til en diversifisert fintech-plattform, med fokus på medlemsvekst og teknologisk innovasjon. Nylige ansettelsen av Flori Gilroy som leder for kryptoenheten, samt partnerskap med Benzinga, viser strategisk visjon. Ledelsens

evne til å navigere regulatoriske endringer (som studentlånreformer) og utvide til krypto og alternative investeringer reflekterer sterk gjennomføringsevne.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

SoFi har betydelig «buzz», spesielt blant yngre, forbrukere og investorer. På X er det sterk entusiasme for aksjen, og den jevne veksten i medlemmer underbygger dette.

Medlemsmassen vokser jevnt, appen får gode vurderinger, og flere bruker flere produkter over tid. Det kan jo tyde på at merkevaren treffer. Denne typen «buzz» gir ofte flere nedlastinger og mer organisk omtale. I tillegg har SoFi investert en del i markedsføring, deriblant «SoFi Stadium» som er en av de største arenaene for amerikansk fotball eller andre arrangementer i California. Hadde blant annet Taylor Swift-konsert i fjor og neste år vil stadionen bli brukt i fotball-VM.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

SOFI – 5 år og 1 år (+57%)

Tradisjonelle bankanalytikere synes aksjen er veldig dyr, Tech analytikere med nettverks- og plattform vurderinger konkluderer annerledes.

SoFis aksje handles 12mnd forward P/E-forhold på +50x noe som er høyt sammenlignet med tradisjonelle finansselskaper. P/B er også høy



Bloomberg 19.08.2025



Triggerpunkt-analysen

Postcards From The Future

Triggerpunkt analyse – SOFI

Q3 2024

PoT: Forbedringer i AI-drevet risikovurdering.

PoBM: EPS \$0.04; medlemsvekst til 8.5M

ES: Utvidelse av produktportefølje med nye lån.

Q1 2025

PoT: Oppdateringer i mobilapp for bedre brukeropplevelse.

PoBM: EPS \$0.03; nettoinntekt positiv.

ES: Medlemsbasen vokser til over 9M; fokus på høymargin-tjenester.

Q3 2025

PoT: Utvidelse av AI for risikostyring.

PoBM: Forventet EPS \$0.08; fortsatte inntektsøkninger.

ES: Lansering av nye investeringsprodukter.

Q1 2026

PoT: Neste gen fintech-plattform demo.

PoBM: EPS-vekst mot dobling.

ES: Kryss-salg akselerert; nye forsikringsprodukter.

Q4 2024

PoT: Integrasjon av nye fintech-verktøy for personlig finans.

PoBM: EPS \$0.04; rekordinntekter.

ES: Økt kryss-salg av produkter til eksisterende medlemmer.

Q2 2025

PoT: AI-optimalisering for investeringsrådgivning.

PoBM: Rekord nettoinntekt \$97M; inntekter \$855M, opp 44%.

ES: Rekord medlems- og produktvekst; justert inntekt \$858M.

Q4 2025

PoT: Integrasjon av crypto-investering igjen.

PoBM: Økt fee-basert inntekt; profittvekst 84%.

ES: Medlemsbasen mot 12M; ekspansjon til nye markeder

Q2 2026

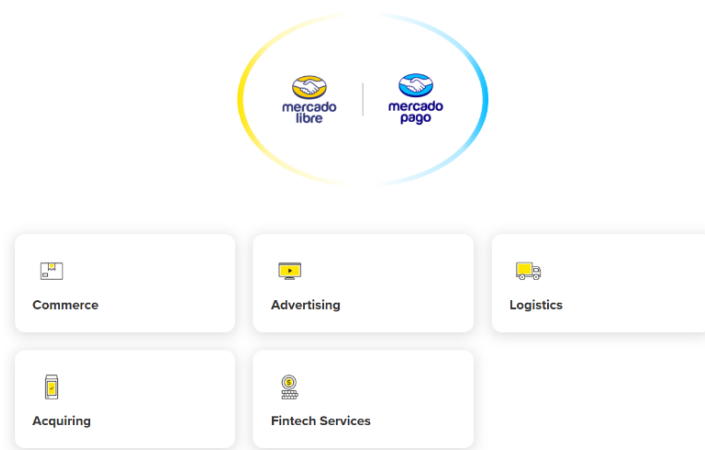
PoT: Full AI-integrasjon i alle tjenester.

PoBM: Stabil profitt; potensiell aksje dobling.

ES: Global utvidelse; høymargin fokus.

3.3 MercadoLibre (MELI)

MercadoLibre er Latin-Amerikas ledende e-handels- og fintech-plattform, ofte sammenlignet



med en kombinasjon av Amazon og PayPal, med tjenester som markedsplass, betalingssystem (MercadoPago) og logistikk (MercadoEnvios). David Gardner har tidligere identifisert MercadoLibre som en av sine mest vellykkede investeringer, med en avkastning på over

2800% siden han anbefalte den i 2009.

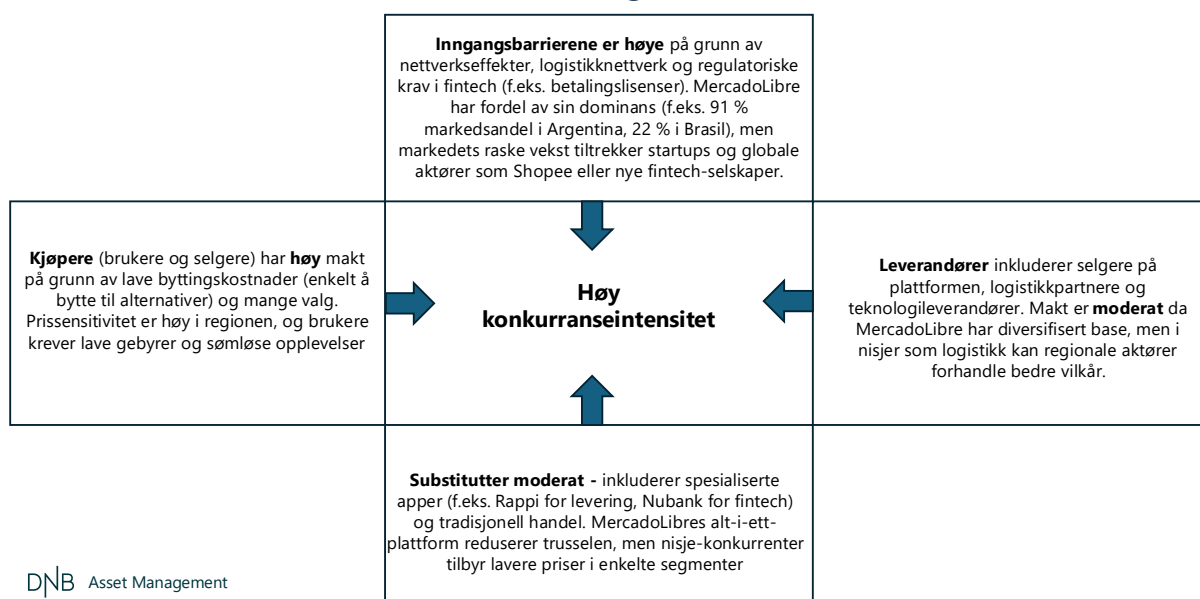
Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

MercadoLibre er uten tvil lederen innen e-handel og fintech i Latin-Amerika, med operasjoner i land som Brasil, Argentina, Mexico, Chile og Colombia. Sektoren for e-handel og digitale betalinger i Latin-Amerika vokser raskt på grunn av økende internettpenetrasjon, urbanisering og en ung befolkning. MercadoLibre konkurrerer med globale giganter som Amazon, eBay og Alibaba, men har en dominerende posisjon i regionen, delvis på grunn av høye inngangsbarrierer og tilpassede løsninger som MercadoPago.

Industrialanalyser

Markedet forventes å nå 769 milliarder dollar i 2025 (21 % vekst YoY), med en CAGR på ca. 16,7% frem til 2030, drevet av økende bruk av internett, smarttelefoner og urbanisering.

Porter sine fem krefter: MercadoLibre og sør amerika



DNB Asset Management

Markedet er intensivt med konkurrenter som Amazon (vokser i regionen), Shopee (Sea Group), Falabella, Magalu og fintech-rivaler som Nubank og Uala. MercadoLibre dominerer med høye markedsandeler, men priskrig og ekspansjon øker presset

Vi anser MercadoLibre som en klar leder i en raskt voksende sektor og oppfyller dette kriteriet fullt ut.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Mercadolibre – Vedvarende konkurransefortrinn

Konklusjon: Sterke, vedvarende konkurransefortrinn, spesielt gjennom nettverkseffekter og regional dominans.

Nettverkseffekter: Deres markeds plass drar nytte av en stor brukerbase av selgere og kjøpere, noe som gjør det vanskelig for konkurrenter å utfordre dem.

MercadoPago: Betalingssystemet er integrert i markeds plassen og brukes også utenfor, som en PayPal-lignende løsning, og har blitt en betydelig inntektskilde.

Logistikknettverk: MercadoEnvios gir rask og pålitelig levering, noe som styrker kundeloyalitet.

Regional tilpasning: MercadoLibre forstår Latin-Amerikas unike utfordringer (f.eks. regulatoriske barrierer og økonomisk volatilitet), noe som gir dem en fordel over internasjonale konkurrenter som Amazon

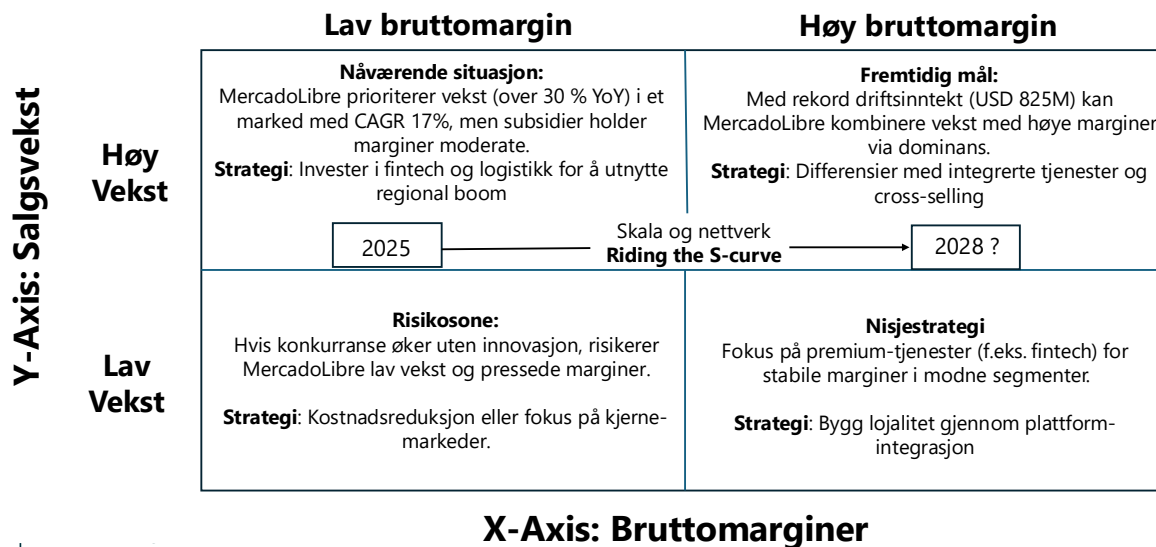
Høy erstatningskostnad: Ekstremt dyrt og vanskelig å erstatte MercadoLibres infrastruktur og markedsposisjon.



Betalingssystemet MercadoPago er integrert i markedsplassen og brukes også utenfor, som en PayPal-lignende løsning, og har blitt en betydelig inntektskilde. Logistikknettverket, MercadoEnvios, gir rask og pålitelig levering, noe som styrker kundelojalitet. MercadoLibre forstår Latin-Amerikas unike utfordringer (f.eks. regulatoriske barrierer og økonomisk volatilitet), noe som gir dem en fordel over internasjonale konkurrenter som Amazon. Gardner har fremhevet at det ville være ekstremt dyrt og vanskelig å erstatte MercadoLibres infrastruktur og markedsposisjon. MercadoLibre har sterke, vedvarende konkurransefortrinn, spesielt gjennom nettverkseffekter og regional dominans.



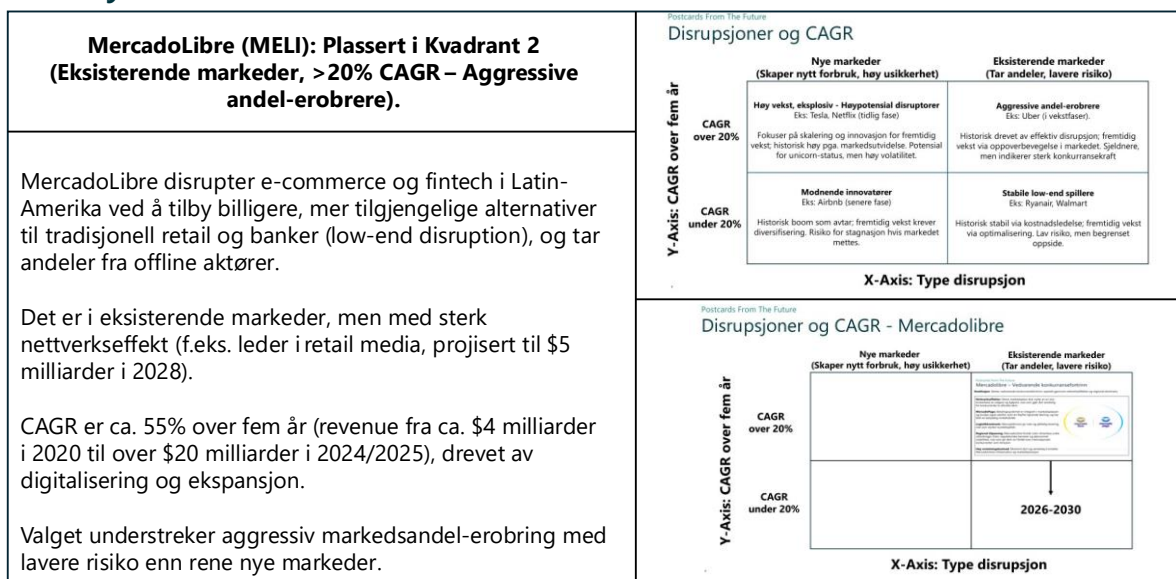
MercadoLibre og industrianalyse: Vekst vs. bruttomargin



MercadoLibre er i «høy vekst, lav til moderat bruttomargin»-kvadranten, men beveger seg mot høyre med økt profitabilitet og markedsdominans.

Nr 3: Sterk historisk vekst

Analyse av vekst - Mercadolibre



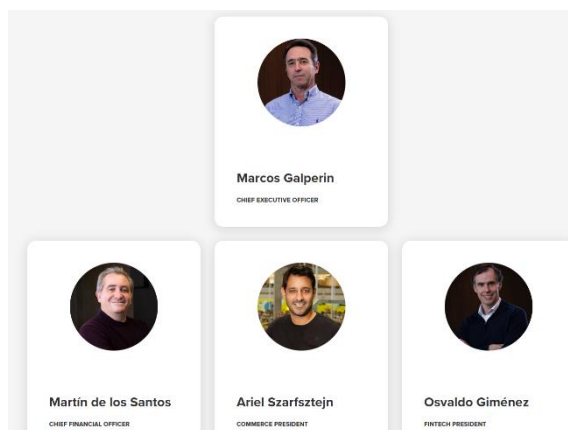
MercadoLibre har vist imponerende vekst, men begynner nå å nærme seg vekst som faller under 20%

Selskapet har historisk vist sterk inntektsvekst drevet av e-handel, fintech og logistikk.

Second Quarter 2025			
Operational & Financial Highlights			
GMV US\$15.3BN +21% YoY +37% FXN YoY	ITEMS SOLD 550.1MM +31% YoY	TOTAL TPV US\$64.6BN +39% YoY +51% FXN YoY	CREDIT PORTFOLIO US\$9.3BN +91% YoY
NET REVENUES AND FINANCIAL INCOME US\$6.8BN +34% YoY +53% FXN YoY	INCOME FROM OPERATIONS US\$825MM 12.2% Margin	NET INCOME US\$523MM 7.7% Margin	ADJUSTED FREE CASH FLOW² US\$454MM
¹ YoY Market Share of Sales over Q2 2025. MercadoLibre LatAm for reconciliation to reported GAAP revenue. ² Adjusted Free Cash Flow Please see Non-GAAP section of Q2 2025 Shareholder Letter for reconciliation to reported GAAP revenue.			
MercadoLibre, Inc. 4			

Nr 4: Visjonær ledelse

MercadoLibre ledes av administrerende direktør Marcos Galperin, som har blitt rost for sin



visjon om å bygge Latin-Amerikas ledende e-handels- og fintech-plattform. Hans ledelse har navigert selskapet gjennom økonomiske og politiske utfordringer i regionen, som i Argentina, samtidig som de utvider til nye markeder som Chile og Colombia. Selskapets evne til å innovere og konkurrere med globale giganter viser sterk gjennomføringsevne.

Gardner har også rost ledelsen for deres langsiktige strategi.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

MercadoLibre har buzz, både blant forbrukere og investorer. Deres merkevare er synonymt med e-handel i Latin-Amerika, og MercadoPago har sterk appell som en brukervennlig betalingsløsning. Aksjen har nådd flere rekordnivåer i 2025, drevet av sterke kvartalstall og høy vekst, noe som igjen fyrer opp diskusjoner i sosiale medier og finansfora. Samtidig svinger sentimentet. Q2 viste solid topplinje, men marginpress fra utvidet fri frakt i Brasil ga et kortsiktig kursfall. Et godt eksempel på hvor kjapt «buzz» kan skifte.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

MercadoLibre – 5 år og 1 år (+16%)

MercadoLibres aksje handles til en høy verdsettelse, med en pris på over \$2364, reflekterende en betydelig økning fra \$87 i 2016. Denne høye verdsettelsen kan virke "overvurdert" etter tradisjonelle mål som P/E-forhold, spesielt gitt volatiliteten i Latin-Amerika. 12md forward pe er +42x, FCF valuation er bedre



Bloomberg 19.08.2025



Triggerpunkt-analysen

Postcards From The Future

Triggerpunkt analyse – Mercadolibre

Q3 2024

PoT: Forbedringer i logistikk-algoritmer.
PoBM: EPS rapportert; inntektsvekst.
ES: Økt markedsandel i Brasil/Mexico.

Q1 2025

PoT: AI for personalisert shopping.
PoBM: EPS \$7.82; inntekter opp.
ES: 10,000 nye jobber i Mexico.

Q3 2025

PoT: Utvidet AI for logistikk.
PoBM: EPS \$9.88 estimert; inntektsvekst 30%+.
ES: Investering \$13.2B i infrastruktur.

Q1 2026

PoT: Overgang til ny CEO; tech-oppdateringer.
PoBM: Vekst i fintech-inntekter.
ES: Utvidelse i Latin-Amerika; nye jobber.

Q4 2024

PoT: Integrasjon av nye betalingsverktøy.
PoBM: EPS \$10.21; rekordkvartal.
ES: Utvidelse av distribusjonssentre.

Q2 2025

PoT: Optimalisering av fintech-plattform.
PoBM: Innntekter \$6.8B, opp 34%; EPS \$10.31.
ES: Operasjonsinntekt \$825M; GMV-vekst 37%

Q4 2025

PoT: Nye e-commerce-verktøy.
PoBM: Stabil profittmargin.
ES: Dobling av distribusjonssentre til 21.

Q2 2026

PoT: Full integrasjon av AI i alle segmenter.
PoBM: Rekordinntekter estimert.
ES: Global ekspansjon; markedsandel dobling.

3.4 AST SpaceMobile (ASTS)

AST SpaceMobile utvikler verdens første satellittbaserte mobilnettverk for bredbånd, som skal



koble helt vanlige standard smarttelefoner direkte til satellitter uten spesialisert utstyr. Selskapet har nylig opplevd betydelig oppmerksomhet på grunn strategiske partnerskap og at de er et alternativ til SpaceX og Starlink

på bredbåndstjenester for mobiltelefoni.

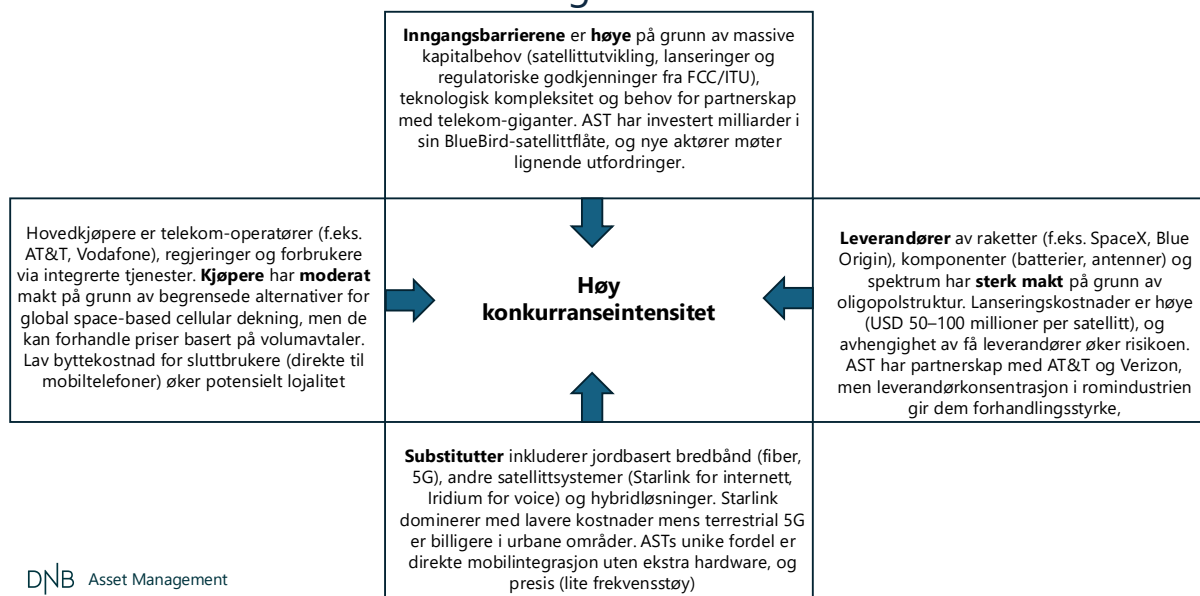
Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

AST SpaceMobile er rett og slett en pioner i en ny og raskt voksende sektor drevet av økende behov for global dekning, spesielt i øde områder. Selskapet har lansert 5 kommersielle satellitter (kalt «Bluebird») og planlegger neste generasjon «Block 2 BlueBird» i andre halvdel av 2025. Strategiske partnerskap med store telekomaktører som Verizon, AT&T, Vodafone og Rakuten posisjonerer ASTS som en leder i å levere satellitt-til-mobil-tjenester til over 5,6 milliarder globale mobilbrukere.

Industrianalysen

ASTS leverer bredbåndstjenester og talekommunikasjon fra rommet, med fokus på å eliminere «døde soner» i områder utenfor de store byene. Selskapet er i en tidlig kommersiell fase, med teknologi basert på lav-jordbane (LEO) satellitter som integreres med eksisterende mobilnettverk. Analysen baserer seg på Porter sine fem krefter i det disruptive markedet for «space-based cellular broadband», som er en nisje innen det bredere satellittinternett-markedet. Markedet [forventes](#) å vokse fra ca. 8-14 milliarder dollar i 2025 til 22–33 milliarder dollar innen 2030, med en CAGR på 14-18 %

Porter sine fem krefter: ASTS og bredbånd fra verdensrommet



DNB Asset Management

Aktører i markedet er blant annet Starlink (SpaceX), Amazon Kuiper, OneWeb og Globalstar. Konkurransen fokuserer på dekning, latens og kostnader. ASTS differensierer seg med GSM kompatibilitet gjennom blant annet «phased array»-teknologi, som gjør at selskapet kan gi



høyere båndbredde og lavere latens med færre større satellitter enn konkurrentene. I en industri hvor mesteparten av kostnadene er forbundet ved oppskytningskostnader (Capex), kan det være lur strategi. Høy innovasjonstakt og M&A øker

konkurransen. ASTS er den eneste som har vist bredbåndstjenester på helt vanlige standard GSM telefoner (iphone, samsung mfl.) og har verdens største lav bane satellitt som gjør at «mobilmasten» i verdensrommet sender og mottar signaler med høyere presisjon (mindre frekvensstøy) enn for eksempel Starlink sine satellitter.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Postcards From The Future

ASTS Spacemobile – Vedvarende konkurransefortrinn

Konklusjon: ASTs patenter, unike teknologi og strategiske partnerskap gir et sterkt konkurransefortrinn. .

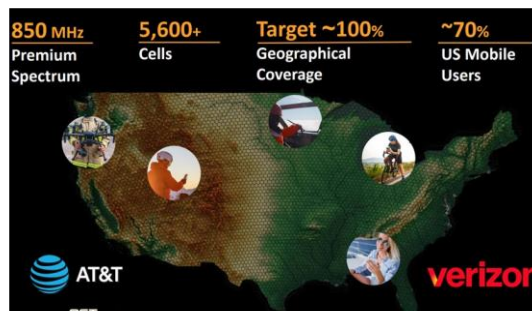
Patenter: Selskapet har et omfattende patentportefølje, inkludert en ny patent for triangulering av mobilenheter med én satellitt, som kan gi nøyaktig posisjonsdata (innen 0,5 meter), med potensielle bruksområder for nødtjenester og IoT.

Teknologi: Deres satellitt-teknologi muliggjør direkte tilkobling til standard smarttelefoner, i motsetning til konkurrenter som krever spesialisert utstyr.

Partnerskap: Samarbeid med telekomgiganter som Vodafone Idea (India, 1,1 milliarder abonnenter) og AT&T gir markedsadgang og troverdighet

Spektrumtilgang: En nylig avtale med Ligado Networks sikrer langvarig tilgang til mid-band spektrum i Nord-Amerika, noe som styrker nettverkskapasiteten.

Vertikal integrering: 95% er produsert in-house



Selskapet har en omfattende patentportefølje, inkludert en ny patent for triangulering av mobilenheter med én satellitt, som kan gi nøyaktig posisjonsdata (innen 0,5 meter), med potensielle bruksområder for nødtjenester og IoT.

Deres satellitt-teknologi muliggjør direkte tilkobling til standard smarttelefoner, i motsetning til konkurrenter som krever spesialisert utstyr.

History Made & Proven Technology

Connecting everyday smartphones directly from space with BlueWalker 3

ast-science.com

September 2023

5G Voice Calls
14 Mbps Data Rate
(Per 5MHz Channels)

In a 5G first-ever, we demonstrated space-based 5G connectivity by placing a call from Maui, Hawaii, USA, to a Vodafone engineer in Madrid, Spain using AT&T spectrum

June 2023

4G LTE Voice Calls
10 Mbps Data Rate

In a 4G LTE first-ever, using AT&T spectrum, everyday smartphones communicated directly via BlueWalker 3

April 2023

2G Voice Calls

The first voice call was made from the Midland, Texas area to Rakuten in Japan over AT&T spectrum using a Samsung Galaxy S22 smartphone

55

Samarbeid med telekomgiganter som Vodafone Idea (India, 1,1 milliarder abonnenter) og AT&T gir markedsadgang og tillit.

Robust Network of Leading MNOs as Investors, Partners, and Customers



Potential coverage

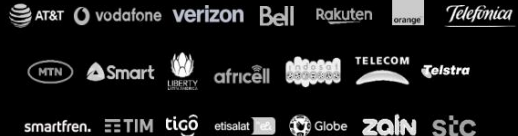
- MNO agreements span nearly every large country (excl. China & Russia)
- Leverages existing 5.6 billion mobile phones and devices
- Easy sign-up for cellular subscribers
- Super-wholesale revenue share model with MNOs
- Intended to drive new MNO partner revenue and reduced churn

~50 MNO partners with nearly 3 billion subscribers globally

Strategic Partners



Selected MNO Partners



ast-science.com **AST**SpaceMobile

En nylig avtale med Ligado Networks sikrer langvarig tilgang til mid-band spektrum i Nord-Amerika, som styrker nettverkskapasiteten.

Continued Strong Progress on Regulatory Approvals and Spectrum-Related Topics

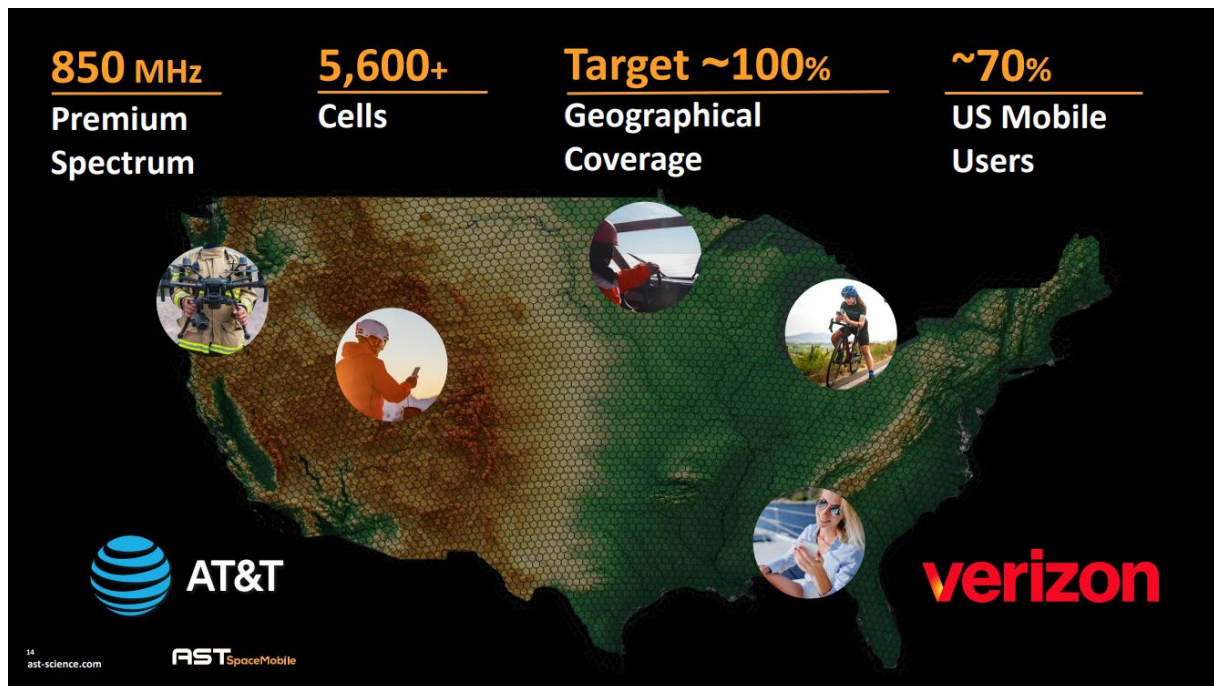
- Received Special Temporary Approval (STA) from the FCC for FirstNet evaluation on public safety's Band 14 spectrum, supporting mission-critical capabilities with direct-to-device cellular broadband connectivity
- Established coordination agreement with the U.S. National Science Foundation covering satellite and ground-based astronomy operations
- Well positioned to complete full regulatory authorizations for commercial service in the U.S. and Europe
- Signed definitive agreements for long-term access to up to 45 MHz of premium lower mid-band spectrum in the U.S. for direct-to-device applications



SENATOR CRUZ AND FCC CHAIRMAN CARR VISIT AST SPACEMOBILE FACILITIES IN MIDLAND, TX



ast-science.com **AST**SpaceMobile



Vertikal integrering er svært viktig for å få kontroll av tempoet i skaleringen og kostnadskontroll.

95% Vertically-Integrated Manufacturing

~200,000 sq. ft. of manufacturing in Midland, TX, with capacity to produce up to 6 satellites per month during the fourth quarter of 2025

**TEXAS
SITE 1**

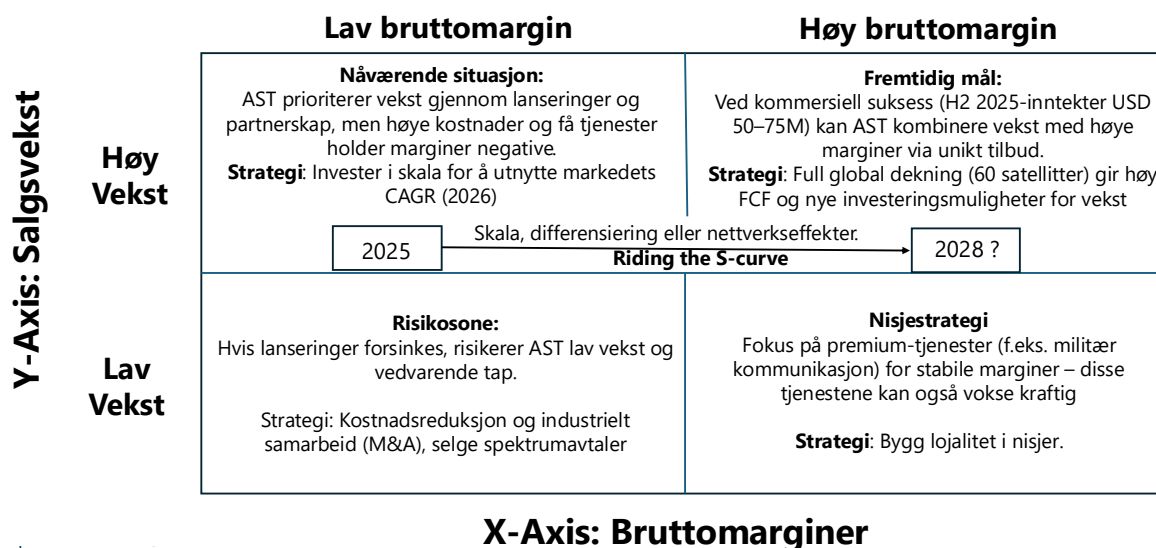
**TEXAS
SITE 2**

- 95% vertically-integrated manufacturing, with content manufactured in-house or through 3rd parties using owned IP, driving speed, certainty, lower costs, flexibility, and reliability
- With its custom ASICs and 2,400 sq. ft. arrays, next-generation BlueBirds are expected to support up to **10,000 MHz of processing bandwidth per satellite** in the future, enabling **peak data rates of up to 120 Mbps**
- Automated processes and scale economics** change nature of investment requirements and unit costs for next-generation BlueBirds

ast-science.com

AST SpaceMobile

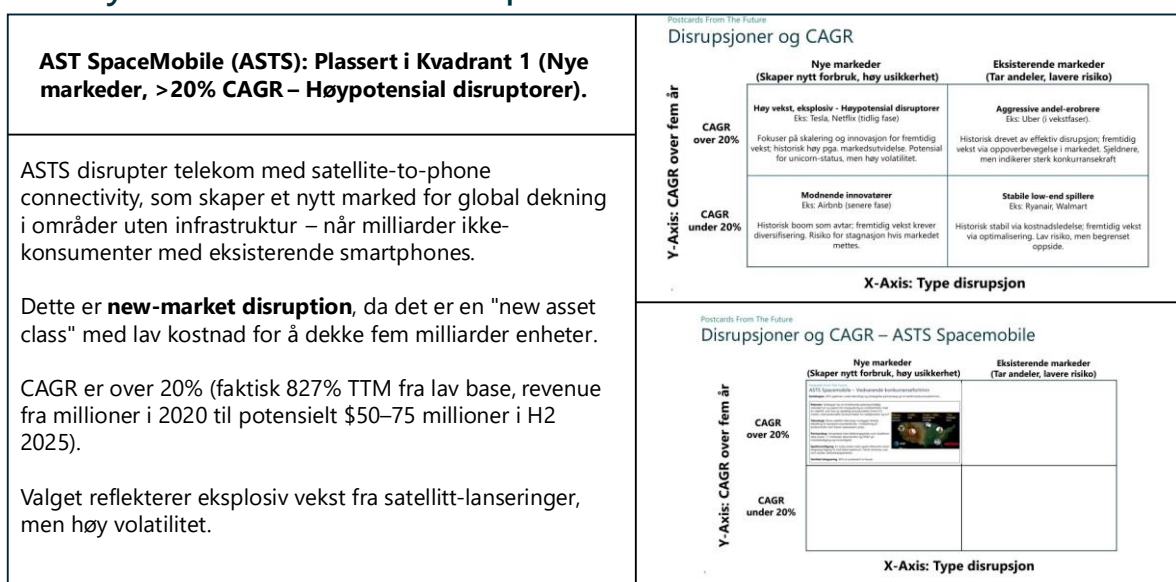
ASTS og industrianalysen: Vekst vs. bruttomargin



ASTs patenter, unike teknologi og strategiske partnerskap gir dermed et sterkt konkurransefortrinn.

Nr 3: Sterk historisk vekst

Analyse av vekst – AST Spacemobile



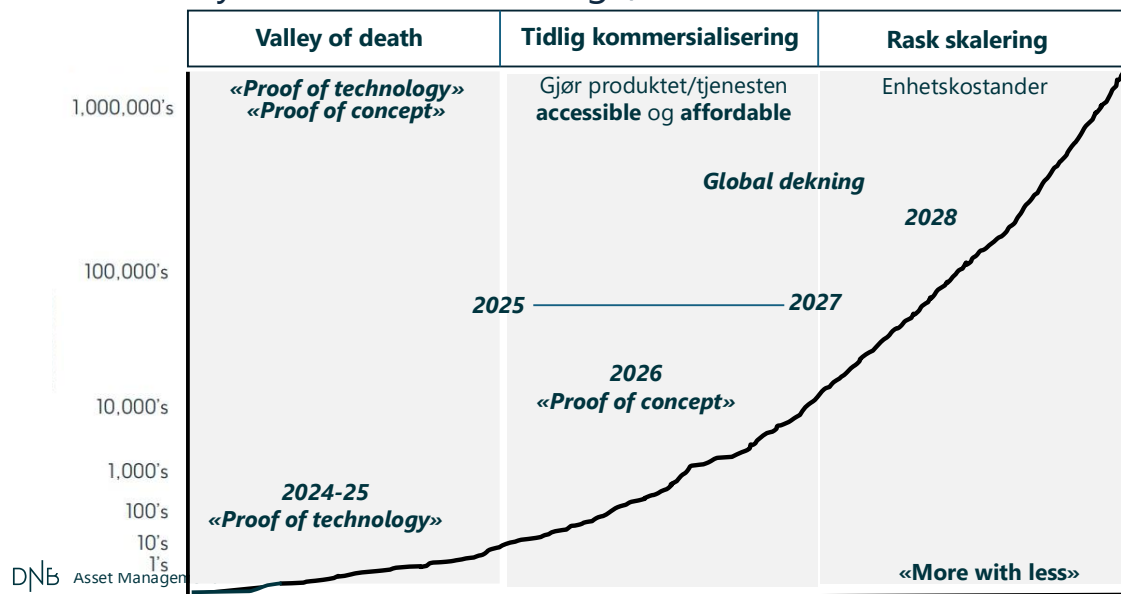
Som et selskap i tidlig fase har AST SpaceMobile ennå ikke betydelige inntekter, siden de fokuserer på å sikre regulatoriske godkjenninger, partnerskap for rask skalering, samt utvikling og utrulling av ferdigfinansierte satellitter.

Selskapet er altså fortsatt avhengig av kapital for å sikre operasjonell drift og finansiering av satellittene. Ved utgangen av Q2 2025 hadde selskapet sikret seg finansiering for den første konstellasjonen som skal gi global dekning. Selskapet guider også på at selskapets offentlige kontrakter i H2 2025 til å dekke de operative kostnadene (break-even før capex).

Valley of death

Postcards From The Future

ASTS - Valley of death til skalering (introduction fasen i S-kurven)



Nr 4: Visjonær ledelse

AST SpaceMobile ledes av administrerende direktør Abel Avellan, en seriegründer med



erfaring i telekom. Hans visjon om å bygge et globalt mobilnettverk via satellitter har tiltrukket støtte fra store investorer og partnere som Verizon og Vodafone. Selskapets fremskritt, som lansering av satellitter og sikring av 100 millioner dollar i finansiering, viser

gjennomføringsevne. Nylige oppdateringer strategi og inkluderingen i Russell 1000-indeksen reflekterer profesjonell ledelse.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

AST SpaceMobile har betydelig buzz, spesielt blant investorer og teknologientusiaster. På X er det entusiasme for selskapets patenter, partnerskap og potensialet for å revolusjonere global tilkobling.

De har demonstrert at de klarer ha en videocall med en helt vanlig mobil via en satellitt, og de jobber tett med store navn som AT&T og Vodafone. Når selskapet melder om nye oppskytninger eller tester, kan det ta av på X, og kursen hopper ofte i takt. Samtidig er det lett å bli revet med. Dette er fortsatt tidlig fase, og ting kan fort bli utsatt eller endre seg. Så ja, mye «buzz», skyhøyt potensial, men også usikkerheter.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

ASTS – 5 år og 1 år (+24%)

Pre-Revenue
Balanse ok (full finansiert første konstellasjon)
TAM og markedsandel analyser- skalering i 2026

AST SpaceMobile handles til et forward pris-til-salg-forhold på +70x, og med et negativt P/E-forhold (-21,96) på grunn av manglende fortjeneste.



Bloomberg 19.08.2025



Triggerpunktanalysen

Postcards From The Future

Triggerpunkt analyse – AST Spacemobile

Q3 2024

PoT: Satellittester fullført.
PoBM: Wholesale-modell med MNOs.
ES: Forberedelser for lansering

Q1 2025

PoT: Steady fremgang i nettverksbygging.
PoBM: Inntekter fra milepæler.
ES: Satellittproduksjon rampet.

Q3 2025

PoT: Første kommersielle satellitter lansert.
PoBM: Inntekter \$70M estimert.
ES: Nettverk dekker USA.

Q1 2026

PoT: Global dekning testing.
PoBM: Revenue-sharing modell.
ES: Utvidelse til nye regioner.

Q4 2024

PoT: BlueWalker-3 satellitt operasjonell.
PoBM: Regjerings-kontrakter.
ES: Produksjon av Block 1 satellitter.

Q2 2025

PoT: Teknologi validert via regjering.
PoBM: Inntekter fra 4 milepæler; nye kontrakter.
ES: Oppdatert timeline for lanseringer.

Q4 2025

PoT: Full cellulær broadband demo.
PoBM: Partnerskap med MNOs.
ES: 25 satellitter for cash flow.

Q2 2026

PoT: Neste Block satellitter.
PoBM: \$100s+ inntekter estimert.
ES: Full skalering til 60+ satellitter.

3.5 Tesla (TSLA)

Tesla er en global leder innen elbiler, fornybar energi, selvkjøring og robotikk. Det har vært en av Gardners mest suksessrike investeringer, med 150-gangern (justert for splitt) siden tidlig på 2000-tallet.

1. Ledende selskap i en voksende industri

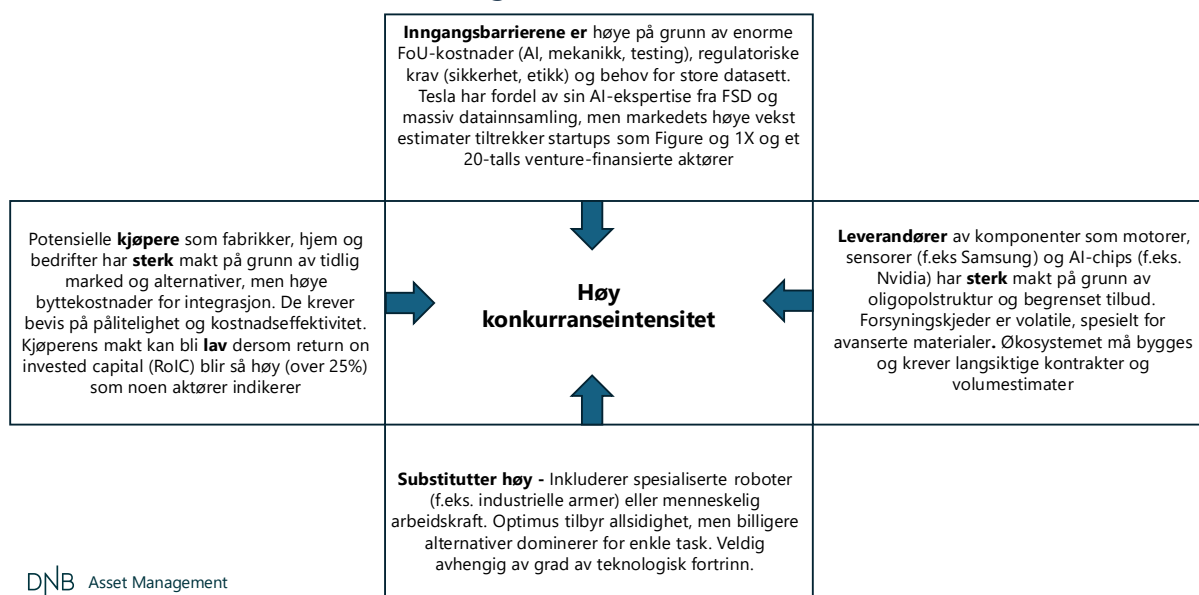
Tesla er den ubestridte lederen i elbilindustrien på den vestlige halvkulen, og er ett av de få selskapene globalt som har lønnsomhet i sine elbiler. I denne vurderingen av Tesla skal vi la elbil-segmentet og det sterk voksende energilagringsegmentet (Powerwall, Megapack) ligge. Vi fokuserer på to vekst markeder: selvkjørende biler/taxier og humanoiden Optimus.

Industrianalysen – Humanoids

Tesla er en sentral aktør i humanoid robot-industrien gjennom sitt Optimus-prosjekt. En menneskelignende robot designet for oppgaver i industri, husarbeid og potensielt bredere applikasjoner. Industrien er i en tidlig, disruptiv fase, med fokus på AI-integrasjon, mobilitet og produksjonsskala. Markedet er anslått til 2–4 milliarder dollar i 2025, med en CAGR på 17–49% frem til 2030–2035. Vi forventer se dem først innen automatisering i industri, deretter helse og hjem.

Postcards From The Future

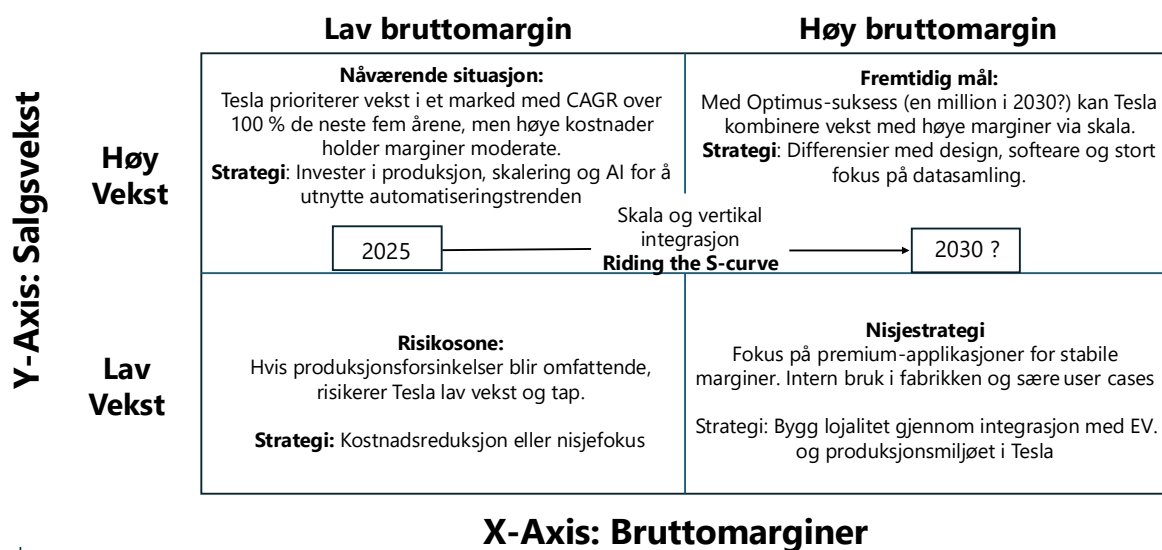
Porter sine fem krefter: Tesla og humanoids industrien



Markedet er brennhett om dagen med aktører som Boston Dynamics (Atlas), Figure AI (Figure 02), Agility Robotics (Digit), Unitree (H1/G1), 1X Technologies (NEO Gamma) og Apptronik (Apollo). Tesla anses å være på toppen innen AI og vertikal integrasjon, men rivaler fokuserer på mobilitet og tidlig kommersiell bruk. Selskapet prioriterer vekst gjennom Optimus (Gen 3 i salg ila. 2026?), men pilot produksjon er hundrevis ila. 2025, dvs ingen materielle inntekter. Bruttomarginer er sannsynligvis negative på grunn av FoU og produksjonskostnader, men vil forbedres gjennom skala og AI-integrasjon.

Postcards From The Future

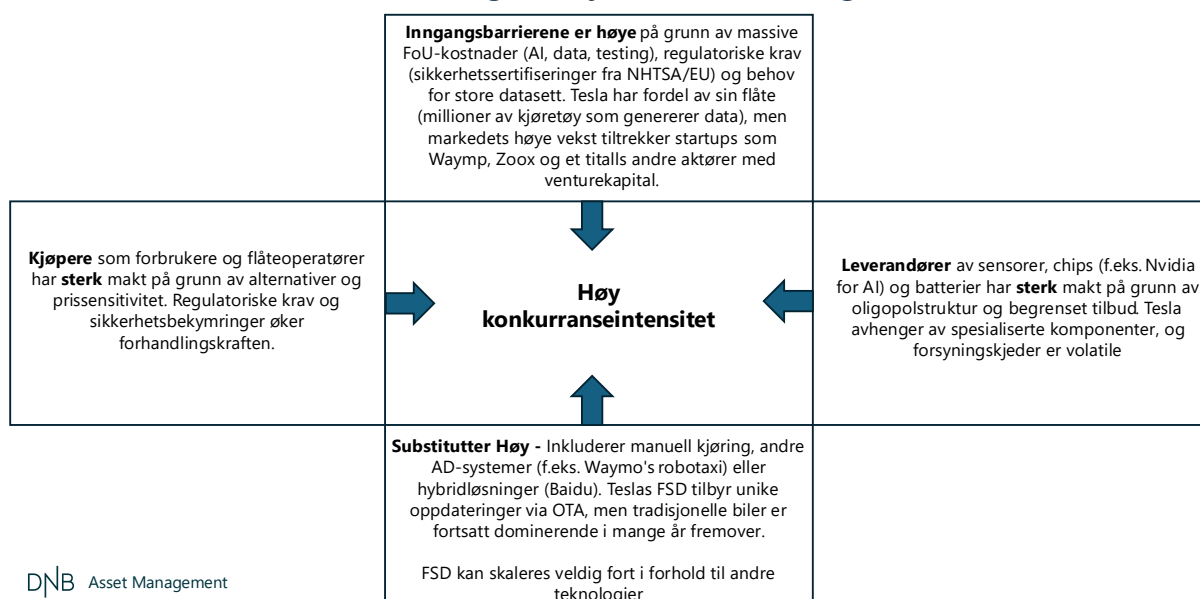
Tesla humanoids - industrianalyse: Vekst vs. bruttomargin



Industrianalysen – Selvkjørende teknologi

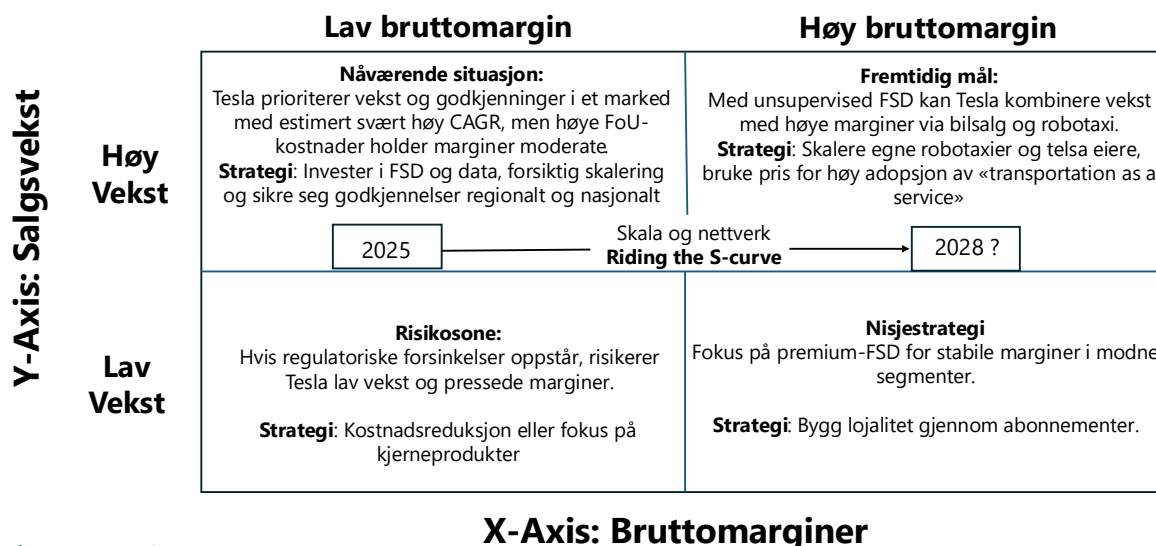
Tesla (TSLA) er en pioner innen selvkjørende teknologi sitt Full Self-Driving (FSD)-system, som bruker computer vision, AI og data fra millioner av kjøretøy for å oppnå autonomi. Industrien for selvkjørende teknologi er disruptiv og i sterk vekst, med et globalt marked anslått til 273,75 milliarder dollar i 2025 og vekst til 4.450,34 milliarder dollar innen 2034 (CAGR 12,49% for sensorer, men opptil 40,5% for Level 3 autonomi-volum)

Porter sine fem krefter: Tesla og selvkjørende teknologi



Industrien er intensivt konkurransepreget med aktører som Waymo (Alphabet), Mobileye (Intel), Baidu og Zoox (Amazon). Tesla leder i data, men rivaler fokuserer på robotaxi og Level 4-autonomi med LIDAR teknologi (se Disruptive Perspektiver: [Selvkjørende Agenter](#)).

Tesla selvkjørende og industrianalyse: Vekst vs. bruttomargin



Tesla er i «høy vekst, lav til moderat bruttomargin»-kvadranten, men kan flytte mot høyre med FSD-suksess og robotaxi-skalering.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Postcards From The Future

Tesla – Vedvarende konkurransefortrinn

Konklusjon: Teknologiske innovasjoner, vertikale integrasjon og big data gir et vedvarende konkurransefortrinn.

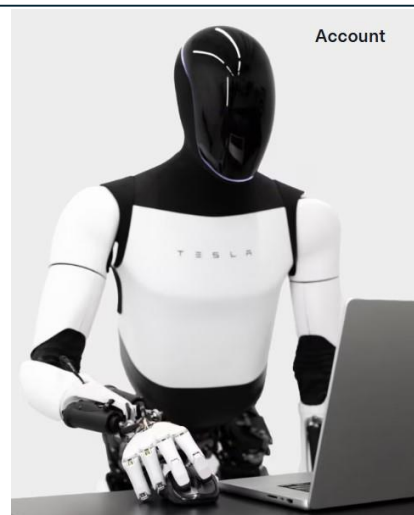
Teknologi: Proprietær batteriteknologi, FSD-programvare og AI-drevne systemer AI chips 4 (og fremtidige 5 og 6). Humanoids (v3), Q1 2026, konvergens av teknologi

Produksjonskapasitet: Gigafabrikker i USA, Kina og Europa gir skala og kostnadsfordeler. Vertikal integrert. Software kontroll

Merkevare: Tesla har en sterk global merkevare synonymt med innovasjon og bærekraft. Tatt en hit i nå. Syklisk eller strukturelt?

Nettverkseffekter: Supercharger-nettverket og OTA-oppdateringer (over-the-air) skaper lojalitet og øker verdien for brukere etter hvert som nettverket vokser. Robot-taxi og bileierens mulighet for å «leie» ut bilen kan forsterke dette.

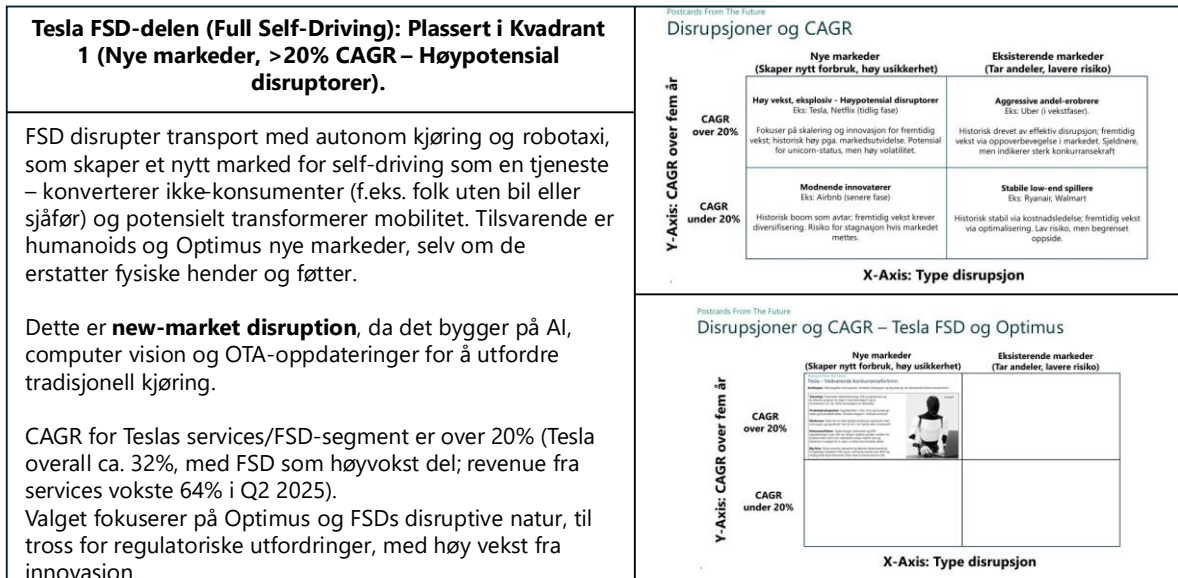
Big Data: Teslas enorme relevante og økende datainnsamling fra kjøretøy forbedrer FSD og AI, noe konkurrenter som BYD og tradisjonelle bilprodusenter sliter med å matche på kort sikt



Nr 3: Sterk historisk vekst

Postcards From The Future

Analyse av vekst – Tesla FSD og Optimus



Nr 4: Visjonær ledelse

Tesla ledes av Elon Musk, en av verdens mest visjonære entreprenører. Selvkjøring, fornybar energi og multiplanetær ekspansjon (via SpaceX-samarbeid) har drevet Teslas innovasjon. Til

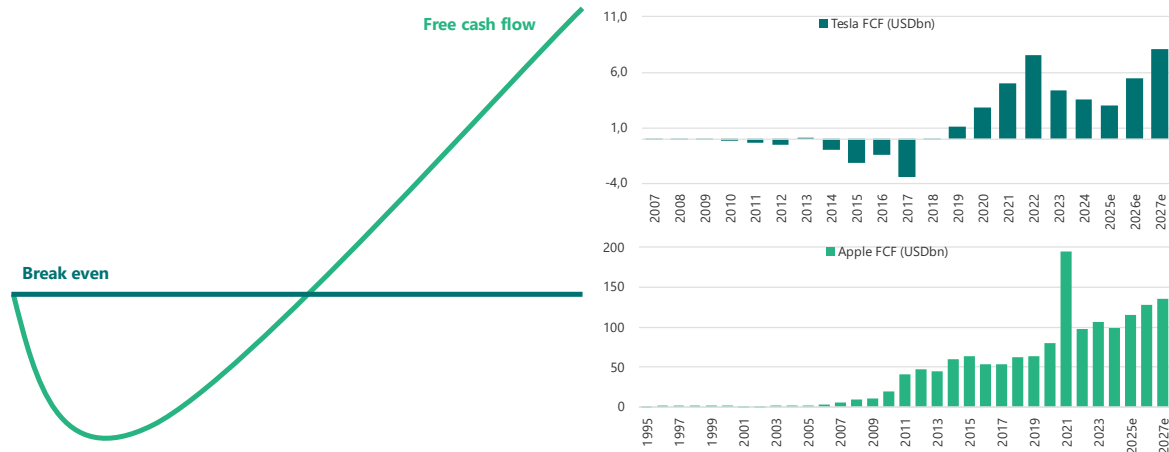
tross for kontroverser, har Musk bevist evnen til å skalere Tesla fra en nisjeprodusent til en global leder. Nylige fremskritt i FSD (versjon 13) og Robotaxi-lansering i 2025 viser fortsatt gjennomføringsevne.

DNB Disruptive Opportunities

Investing in the J-curve

Timing, but time is your friend

Diffusion of innovation



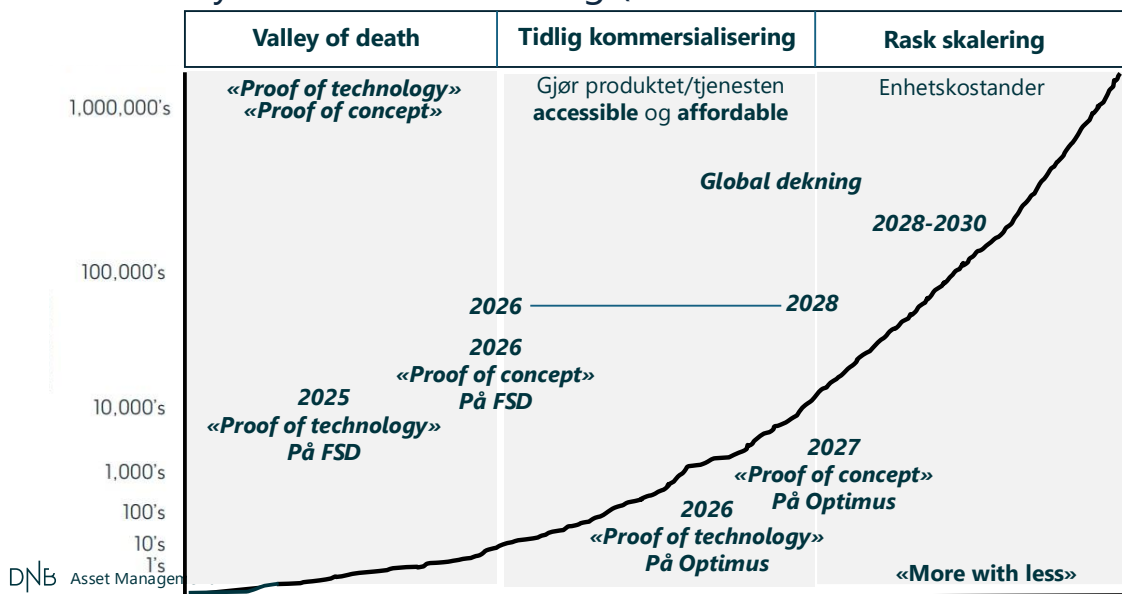
DNB Asset Management

Marketing material dedicated to professional investors only. DNB Asset Management AS (Norway) and DNB Asset Management S.A. (Luxembourg). Webpage: <https://dnbam.com/en>

29

Postcards From The Future

Tesla - Valley of death til skalering (introduction fasen i S-kurven)



DNB Asset Management

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

Tesla har enorm buzz, både blant forbrukere og investorer. På X er det betydelig entusiasme for Teslas FSD-fremskritt, Robotaxi-planer og energidivisjon. Aksjens 35% vekst det siste året og hypen rundt kommende produkter som Cybercab og Optimus bygger jo på denne appellen. Teslas merkevare er en kulturell kraft, med lojale kunder og investorer som ser selskapet som en leder i fremtidens teknologi. Og ja - musk har mange uvenner også.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

Tesla – 5 år og 1 år (+50%)

Pre-Revenue på Optimus, lavt på FSD, PE på +100x på hele selskapet
Balanse ok
TAM og markedsandel analyser på FSD og Optimus

Historisk har Tesla handlet mellom 70x og 80x på 12mnd forward PE.



Bloomberg 19.08.2025



Triggerpunkt analysen (FSD og Optimus)

Postcards From The Future

Triggerpunkt analyse – Tesla (FSD & Optimus)

Q3 2024	Q1 2025	Q3 2025	Q1 2026
PoT: FSD-oppdateringer for Robotaxi. PoBM: AI-investering. ES: Optimus prototype testing.	PoT: Robotaxi hardware avduket. PoBM: FSD-abonnementvekst. ES: Optimus i fabrikker.	PoT: Robotaxi open access i CA/TX. PoBM: Ride-hailing inntekter. ES: Optimus produksjon start.	PoT: Optimus V3 demo. PoBM: Profitt fra autonomi. ES: Global Robotaxi utrulling.
Q4 2024	Q2 2025	Q4 2025	Q2 2026
PoT: Optimus demo; FSD V12. PoBM: Partnerskap for AI. ES: Forberedelser for Robotaxi unveil.	PoT: Optimus oppdateringer; Robotaxi FSD. PoBM: Potensiell billionverdi i AI ES: Fabrikkutvidelser; nye modeller.	PoT: Unsupervised FSD. PoBM: Optimus salg/leasing. ES: Flåte på 1000+ Robotaxi.	PoT: Full humanoid integrasjon. PoBM: Skalering i robotinntekter. ES: Skala til millioner av enheter og 10k+ optimus

3.6 Coinbase Global (COIN)

Coinbase er en ledende kryptobørs som tilbyr handel, oppbevaring og finansielle tjenester for kryptovalutaer, og har opplevd betydelig vekst i takt med kryptomarkedets utvikling.

Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

Coinbase er en global leder innen kryptobørser, med en sterk posisjon i USA og økende internasjonal tilstedeværelse. Kryptoindustrien vokser raskt, drevet av økende adopsjon, institusjonell interesse og regulatorisk klarhet. Coinbase håndterer handel, ETF-oppbevaring og høymarginprodukter som USDC og Base (deres layer-2 blockchain). Coinbase er en leder i den raskt voksende kryptoindustrien og oppfyller dette kriteriet.

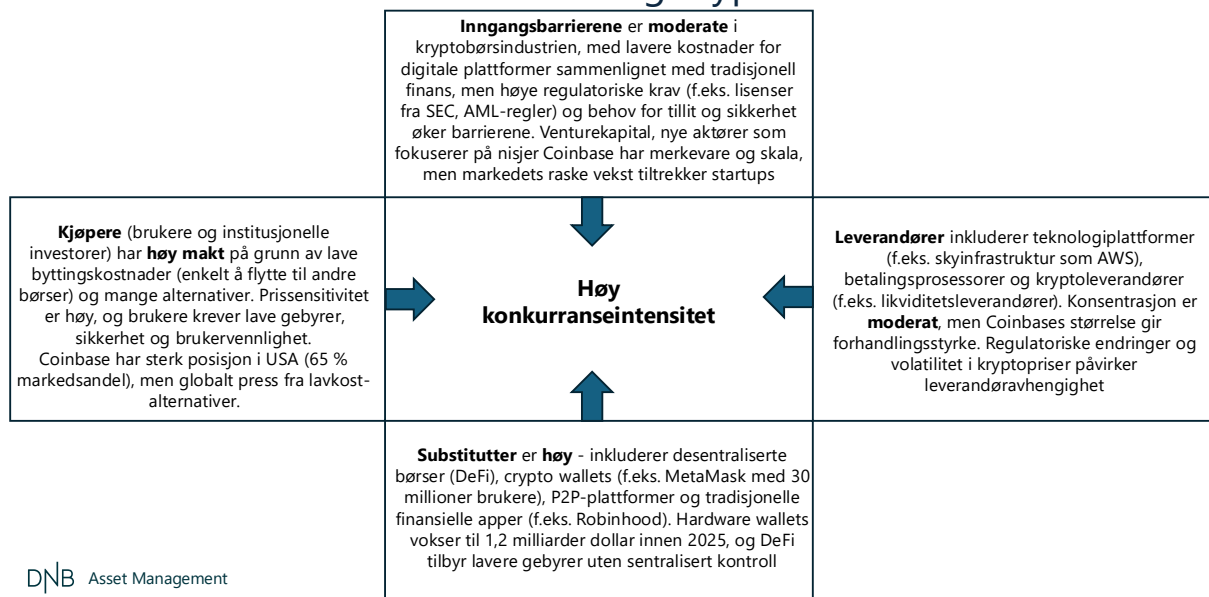
Industrianalysen

Coinbase (COIN) er en av verdens ledende kryptovalutabørs, som tilbyr handel, oppbevaring og andre finansielle tjenester knyttet til kryptovaluta. Selskapet opererer i et disruptivt marked preget av høy volatilitet, regulatoriske endringer og rask teknologisk utvikling.

Analysen baserer seg på Porter sine fem krefter i kryptobørsindustrien, som forventes å vokse med en CAGR på rundt 19-24 % fra 2024, og nå en markedsstørrelse på opptil 63 milliarder dollar i 2025.

Postcards From The Future

Porter sine fem krefter: Coinbase og kryptomarkeder



DNB Asset Management

Industrien er høyt konkurransepreget med aktører som Binance (12,6% markedsandel), Bybit, Kraken, Robinhood og Huobi. Topp 10 kontrollerer over en tredjedel av markedet.

Selskapenes fokus er på lavere gebyrer, flere tokens og global ekspansjon. Coinbase er sterk i USA, men ikke globalt.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Postcards From The Future

Coinbase – Vedvarende konkurransefortrinn

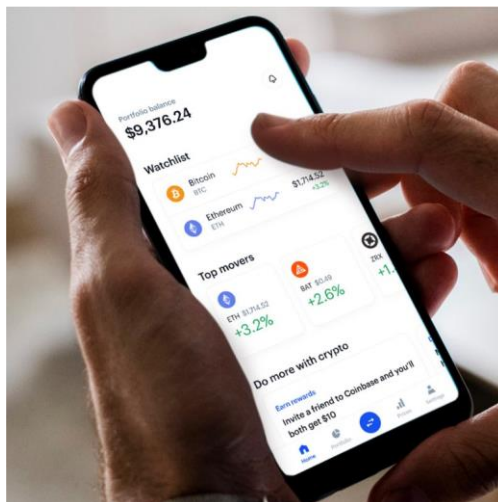
Konklusjon: Coinbases merkevare, diversifisering og regulatoriske posisjon gir et vedvarende konkurransefortrinn

Plattform og merkevare: Som en av de mest anerkjente kryptobørsene, tiltrekker Coinbase både detalj- og institusjonelle kunder.

Diversifiserte inntektsstrømmer: Utover handelsgebyrer, genererer Coinbase inntekter fra oppbevaring, Base blockchain og USDC (en stablecoin). Dette reduserer avhengigheten av volatile handelsvolum.

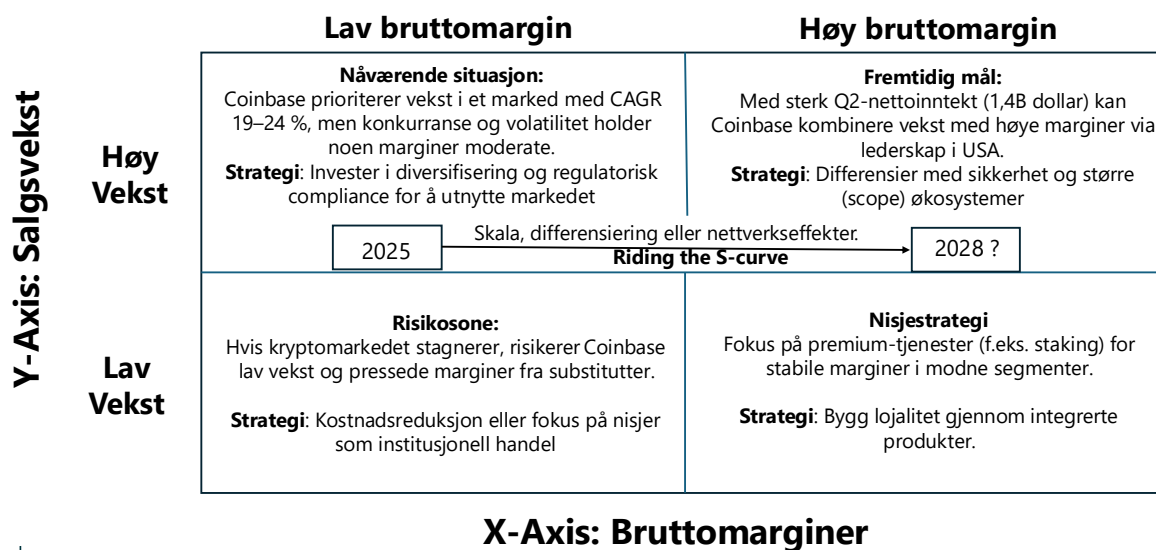
Regulatorisk etterlevelse: Coinbase er notert på NASDAQ og har sterk fokus på regulatorisk etterlevelse, noe som gir troverdighet i en industri med regulatoriske utfordringer.

Strategiske oppkjøp: Oppkjøpet av Deribit og Liquifi styrker deres teknologiske og operasjonelle kapasitet.



Postcards From The Future

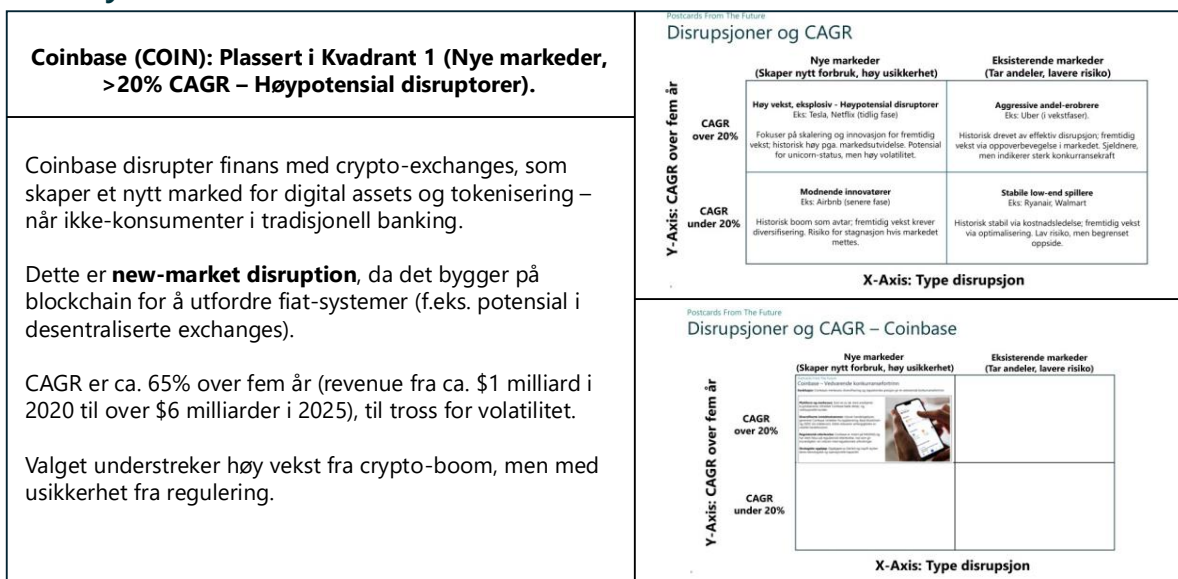
Coinbase og industrianalysen: Vekst vs. bruttomargin



Nr 3: Sterk historisk vekst

Postcards From The Future

Analyse av vekst – Coinbase



Nr 4: Visjonær ledelse

Coinbase ledes av administrerende direktør Brian Armstrong, en anerkjent leder i kryptoindustrien. Hans visjon om å bygge finansiell infrastruktur for kryptoøkonomien har drevet Coinbases ekspansjon til nye markeder og produkter som Base og USDC. Strategiske trekk som oppkjøp av Deribit og partnerskap med Perplexity viser gjennomføringsevne. Til tross for juridiske utfordringer (f.eks. søksmål om sikkerhetsbrudd), har ledelsen navigert regulatoriske landskap effektivt.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

Coinbase får mye oppmerksomhet både blant kryptoentusiaster og vanlige sparere. At selskapet er børsnotert og framstår som regulert og enkelt å bruke gjør at navnet dukker opp hver gang markedet er i «risk on»-modus. Buzz øker gjerne når kursene stiger, når nye mynter listes eller når selskapet legger fram kvartalstall, og praten på X og Reddit følger ofte volumet i aksjen. For brukerne handler det om en oversiktlig app, enkle inn og utbetalinger og tilbud som lær og tjen, og «staking» der regelverket tillater det. For investorene handler

det om skala, marginer og rollen som infrastruktur i økosystemet. Samtidig kan stemningen snu raskt ved store kurssvingninger eller regulatoriske nyheter, så vi legger mest vekt på trenden over tid.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

Coinbase – 5 år og 1 år (+56%)

Coinbase handels på 12mnd forward P/E-forhold på +50x, med inntjening som er syklisk basert på handelsvolum. Fallende EPS i perioder.



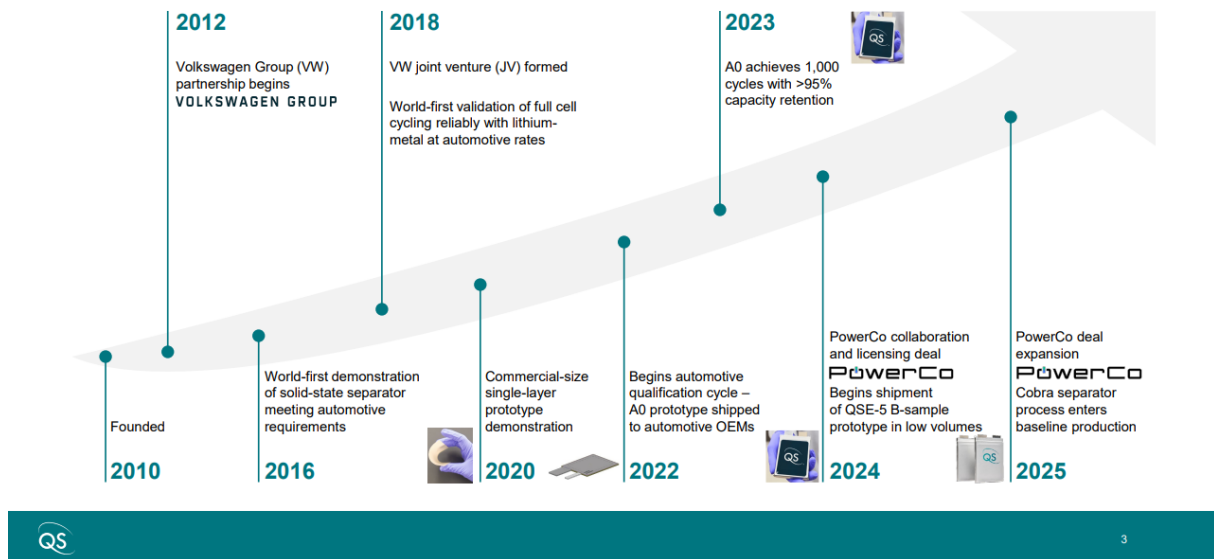
Bloomberg 19.08.2025



3.7 QuantumScape (QS)

QuantumScape utvikler neste generasjons solid-state-batterier for elbiler. Målet er å tilby høyere energitetthet, raskere lading og økt sikkerhet sammenlignet med tradisjonelle litium-ion-batterier.

QuantumScape History

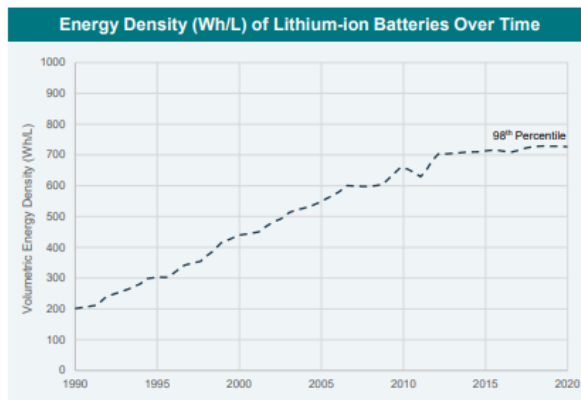


Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

QuantumScape er en pioner innen solid-state-batterier, en fremvoksende sektor som er avgjørende for fremtiden til elbilindustrien. Solid-state-batterier lover lengre rekkevidde, raskere lading og bedre sikkerhet, noe som driver vekst i dette markedet. QuantumScape har partnerskap med Volkswagen, en stor global bilprodusent, og har gjort fremskritt i å skalere teknologien sin. Selv om de konkurrerer med selskaper som Solid Power og Toyota, gir deres solid-state-teknologi og støtte fra Volkswagen en ledende posisjon i denne nisjen.

Conventional Lithium-Ion Batteries: Rate of Improvement Has Plateaued

The fundamental limits of lithium-ion energy density are approaching



This chart shows the increases in energy density of the top-performing commercial lithium-ion batteries over time; the trend line represents the 98th percentile (top 2%) of battery performance in volumetric energy density. Source: Energy Environ. Sci., 2021, 14, 1635-1651.

Consumer Preferences for EV Adoption	
	Energy / Capacity > 375-mile range
	Fast Charging ~15 min fast charge (10-80%)
	Safety Solid, non-oxidizable separator
	Battery Cycle Life > ~12 years, > ~150,000 miles
	Cost (at scale) Parity with ICE vehicles

QS

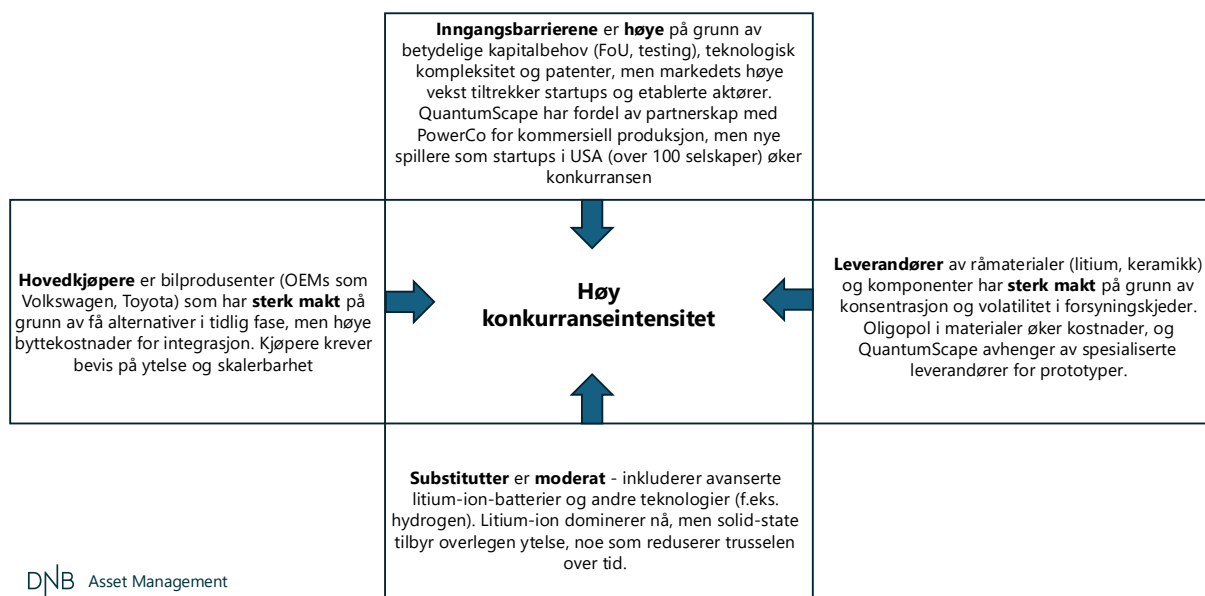
5

Industrianalysen

Selskapet er i en pre-kommersiell fase, med partnerskap som PowerCo (Volkswagen) for skalering. Industrien for solid-state batterier er disruptiv og i tidlig vekst, med et marked anslått til 0,26 milliarder dollar i 2025 og vokse til 1,77 milliarder dollar innen 2031 (CAGR 37.5%).

Postcards From The Future

Porter sine fem krefter: Quantumscape and solide state batterier



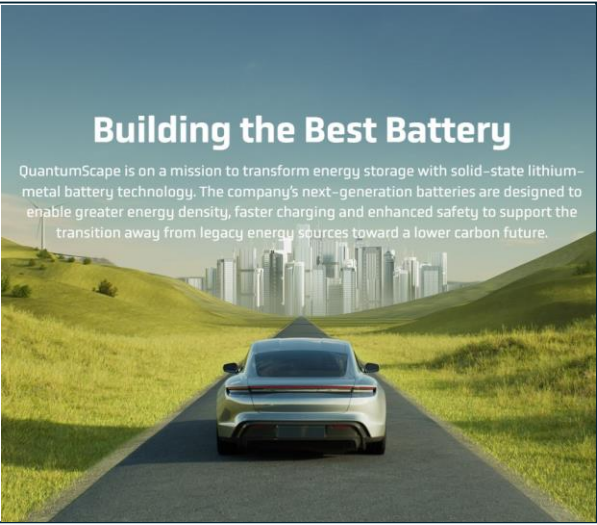
Markedet har aktører som Solid Power, Toyota, Nissan, CATL og startups som WeLion. Fokus på patenter, ytelse og kommersialisering. QuantumScape leder i USA, men asiatiske giganter dominerer globalt.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Postcards From The Future

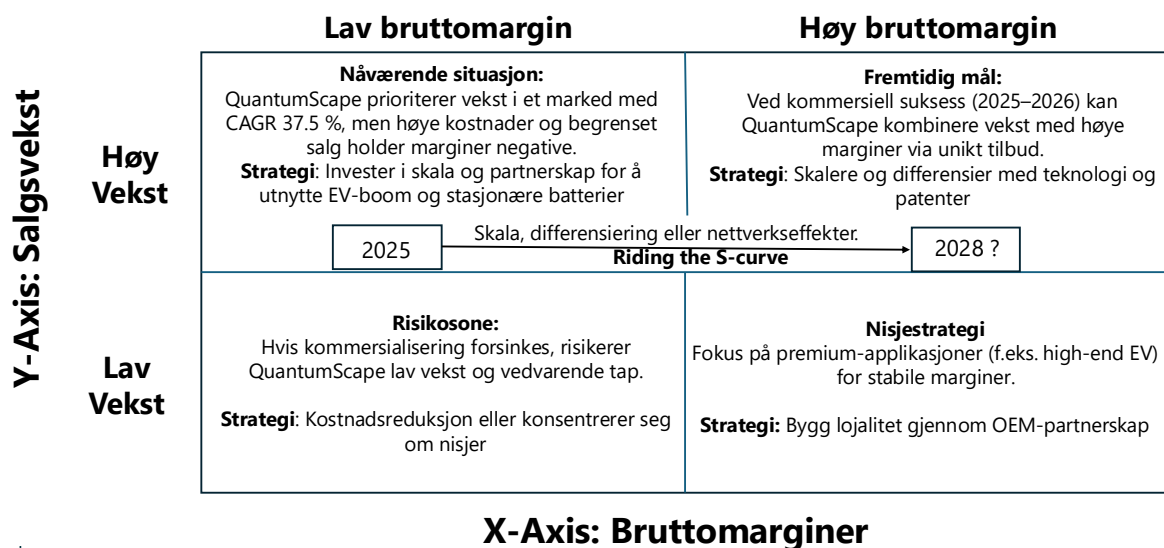
QuantumScape – Vedvarende konkurransefortrinn

Konklusjon: QuantumScapes unike teknologi og partnerskap kan (tekn og skalering) gi et konkurransefortrinn.

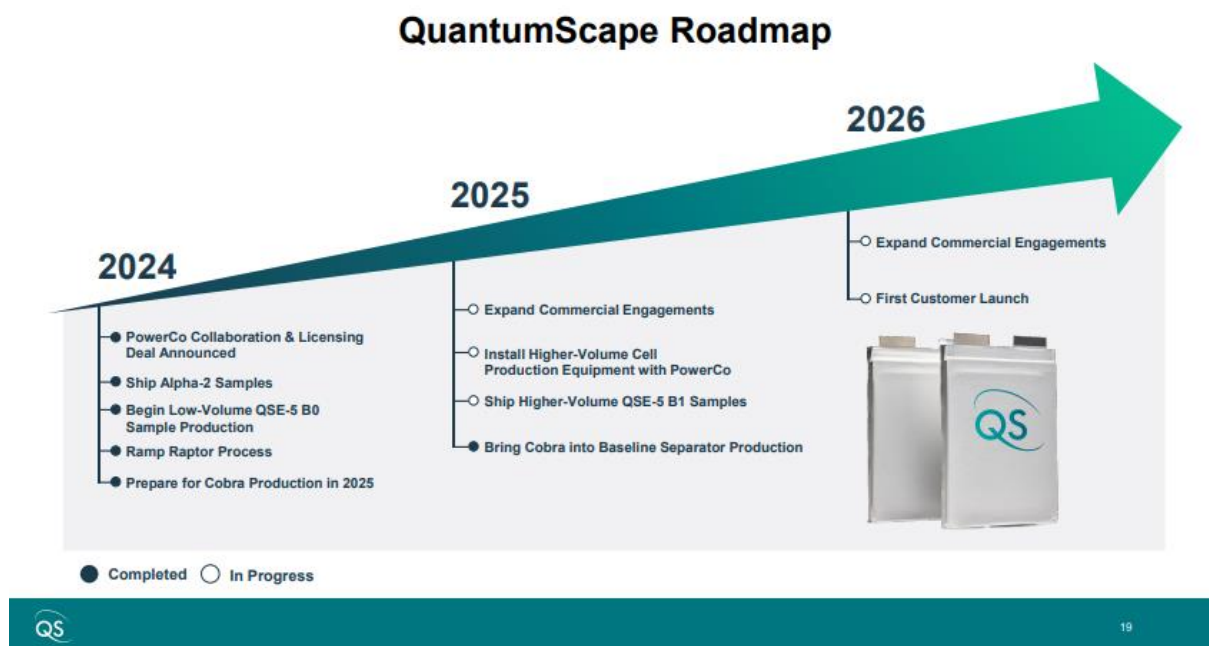
Proprietær teknologi: Deres solid-state-batterier bruker en keramisk separator og litium-metall-anode, som gir høyere energitetthet (opptil 400 Wh/kg mot ~250 Wh/kg for tradisjonelle batterier). Patenter: Selskapet har en omfattende patentportefølje som beskytter deres teknologi. Partnerskap: Et joint venture med Volkswagen, som har investert over \$300 millioner, gir tilgang til produksjonskapasitet og markedsadgang. First mover advantage: QuantumScape har gjort betydelige fremskritt i testing, med planer om kommersialisering innen 2026–2027. Kanskje en fordel	 Building the Best Battery QuantumScape is on a mission to transform energy storage with solid-state lithium-metal battery technology. The company's next-generation batteries are designed to enable greater energy density, faster charging and enhanced safety to support the transition away from legacy energy sources toward a lower carbon future.
---	---

Postcards From The Future

QuantumScape og industrianalysen: Vekst vs. bruttomargin



Nr 3: Sterk historisk vekst



QuantumScape er fortsatt i førkommersiell fase og genererer ingen betydelige inntekter, siden de fokuserer på forskning, utvikling og testing. Imidlertid viser selskapet vekst i andre områder:

Postcards From The Future

Analyse av vekst – QuantumScape

QuantumScape (QS): Plassert i Kvadrant 3 (Nye markeder, <20% CAGR – Modnende innovatører).

QuantumScape disrupter batterimarkedet med solid-state lithium-metal batterier for EV, som skaper et nytt marked ved å tilby høyere energitetthet og sikkerhet – potensielt konverterer ikke-konsumenter i EV-adopsjon.

Dette er new-market disruption, da det utfordrer eksisterende lithium-ion med revolusjonerende tech. CAGR er under 20% (ingen kommersiell revenue; TTM \$0, med fokus på R&D og prototyper).

Valget fokuserer på modningsfase med boom-potensial, men historisk stagnasjon inntil kommersialisering (forventet 2026).

Postcards From The Future

Disrupsjoner og CAGR

	Nye markeder (Skaper nytt forbruk, høy usikkerhet)	Eksisterende markeder (Tar andeler, lavere risiko)
CAGR over 20%	Høy vekst, eksplosiv - Høypotensial disruptorer Eks: Tesla, Netflix (tidlig fase) Fokuser på skalering og innovasjon for fremtidig vekst; historisk høy pga. markedsutvidelse. Potensial for unicorn-status, men høy volatilitet.	Aggressive andel-erobere Eks: Uber (i vekstfase). Historisk drevet av effektiv disrupsjon; fremtidig vekst via oppoverbevegelse i markedet. Sjeldnere, men indikerer sterk konkurransekraft
CAGR under 20%	Modnende innovatører Eks: Airbnb (senere fase) Historisk boom som avtar; fremtidig vekst krever diversifisering. Risiko for stagnasjon hvis markedet mettes.	Stabile low-end spillere Eks: Ryanair, Walmart Historisk stabil via kostnadsledelse; fremtidig vekst via optimalisering. Lav risiko, men begrenset oppside.

Y-Axis: CAGR over fem år

X-Axis: Type disrupsjon

Postcards From The Future

Disrupsjoner og CAGR – QuantumScape

	Nye markeder (Skaper nytt forbruk, høy usikkerhet)	Eksisterende markeder (Tar andeler, lavere risiko)
CAGR over 20%		
CAGR under 20%	QuantumScape - ledende konkurransefortrinn Solid-state lithium-metal batterier for EV  Building the First Battery	

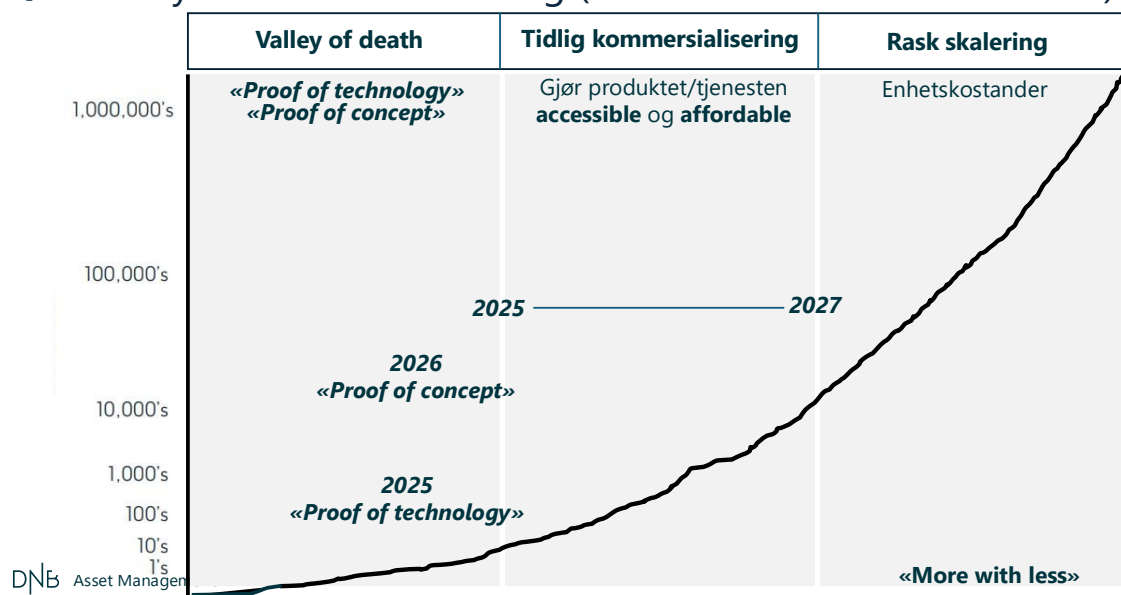
Y-Axis: CAGR over fem år

X-Axis: Type disrupsjon

Valley of death

Postcards From The Future

QS - valley of death til skalering (introduction fasen i S-kurven)



Nr 4: Visjonær ledelse

QuantumScape ledes av administrerende direktør Jagdeep Singh, en erfaren teknologigründer. Hans visjon om å revolusjonere EV-batterier har tiltrukket investeringer fra Volkswagen, Bill Gates og fler. Selskapets fremskritt i å nå teknologiske milepæler, som flerlagsbatterier, viser execution. Til tross for forsinkelser i kommersialisering, har ledelsen opprettholdt støtten fra nøkkelpartnere.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

Buzzen rundt QuantumScape kommer spesielt blant investorer og elbil-entusiaster. Partnerskapet med Volkswagen og støtte fra høyprofilerte investorer som Bill Gates skaper oppmerksomhet. Imidlertid er buzz mindre intens enn for selskaper som Tesla eller AST SpaceMobile, delvis fordi QuantumScape er B2B-fokusert. QuantumScape kan vi si har moderat til sterk buzz.

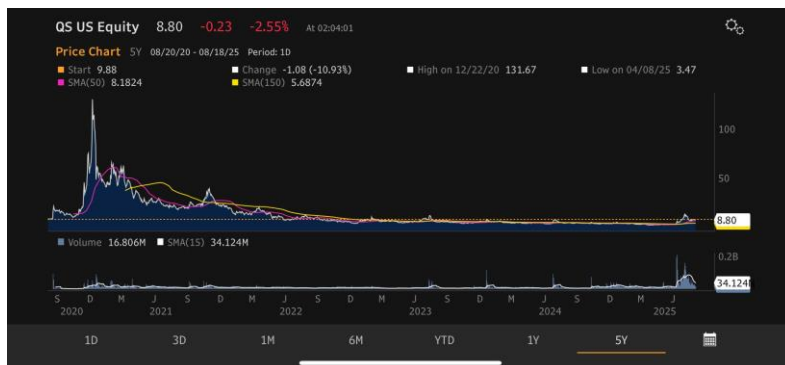
Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

QuantumScape – 5 år og 1 år (+51%)

Balanse ok

QuantumScape har ingen P/E-verdi på grunn av manglende fortjeneste, men dens markedsverdi på ~\$5 milliarder reflekterer høye forventninger til fremtidig suksess. Analytikere har blandede syn, med noen som ser aksjen som overvurdert på grunn av forsinkelser i kommersialisering og høy R&D-kostnader, mens andre ser potensial i solid-state-revolusjonen.



Bloomberg 19.08.2025



Triggerpunkt-analysen

Postcards From The Future

Triggerpunkt analyse – QuantumScape (QS)

Q3 2024

PoT: Forbedringer i batteriyttelse.

PoBM: Første milepæler med PowerCo.

ES: Utvidet samarbeid for kommersialisering.

Q1 2025

PoT: Initial milestones oppnådd under PowerCo-avtale.

PoBM: Betalinger over \$10M.

ES: Produksjonsramp startet.

Q3 2025

PoT: Kommersialisering av solid-state tech.

PoBM: Ytterligere milepælsbetalinger.

ES: Lansering med launch customer.

Q1 2026

PoT: Langtidstesting fullført.

PoBM: Flere OEM-partnerskap.

ES: Global produksjonsutvidelse.

Q4 2024

PoT: Gjennomgang av 2024; QSE-5 prototype testing.

PoBM: Lisensavtale med PowerCo.

ES: Forberedelser for høyvolumproduksjon i 2025.

Q2 2025

PoT: Utvidet PowerCo-samarbeid; teknologiplattform validert.

PoBM: Lisensmodell låst opp.

ES: Første høye volum produksjon mål.

Q4 2025

PoT: Full batteriintegrasjon i EV.

PoBM: Inntekter fra lisensiering.

ES: Skala til gigafabrikk-nivå.

Q2 2026

PoT: Neste gen batteri demo

PoBM: Royalties fra salg.

ES: Markedsandel i EV-batterier.

3.8 Eos Energy Enterprises (EOSE)

Eos Energy Enterprises utvikler og produserer sinkbaserte batterienergilagringssystemer (BESS) for bruk i storskala, mikrogrid og kommersielle applikasjoner, med deres Znyth-teknologi.

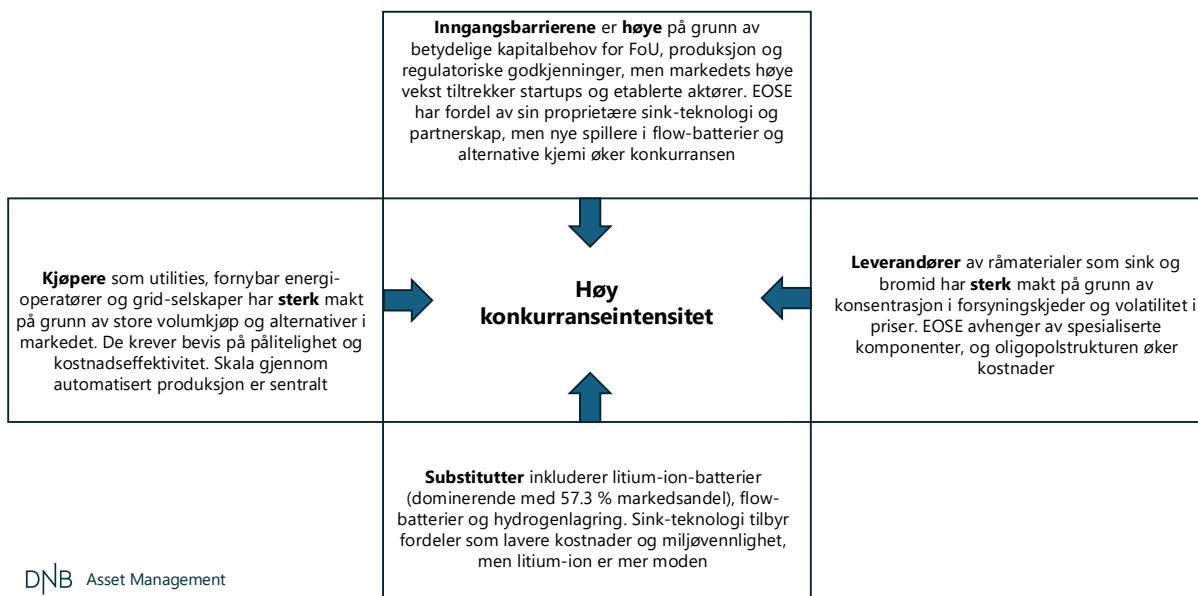
Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

Eos Energy Enterprises er en aktør i det raskt voksende markedet for langvarig energilagring (LDES), som er avgjørende for å stabilisere strømmettet og støtte overgangen til fornybar energi. Znyth-teknologien fokuserer på sinkbaserte batterier, som tilbyr kostnadseffektive og vedvarende alternativer til litium-ion-batterier. EOSE har sikret strategiske partnerskap, som med FlexGen og Frontier Power (UK), og 22,7 millioner dollar støtte fra U.S. Department of Energy (DOE) for å utvide produksjonen. Sektoren vokser på grunn av økende etterspørsel fra datasentre og fornybar energi, og Eos posisjonerer seg som en leder i Nord-Amerika.

Industrialanalysen

Eos Energy Enterprises (EOSE) er et selskap som spesialiserer seg på stasjonære batteriløsninger basert på sink-bromid-teknologi (Z3-batterier), designet for langvarig energilagring i grid-skala applikasjoner som fornybar energiintegrasjon og peak shaving. Industrien for stasjonære batterier er disruptiv og i sterk vekst, drevet av overgangen til fornybar energi og behov for stabilitet på grid'en. Markedet ble verdsatt til rundt 264,9 milliarder dollar i 2024 og forventes å vokse til 4.100 milliarder dollar innen 2034, med en CAGR på 29,7%.

Porter sine fem krefter: EOS Energy og stasjonære batterier

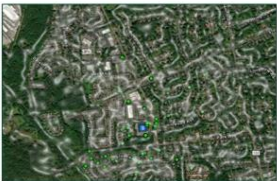


Markedet er intensivt med aktører som ESS Tech (iron flow), Zinc8 Energy Solutions, Fluence Energy (Jepp, det er her Freyr Battery og Morrow kunne vært). Fokus på kostnader, varighet og skalerbarhet. EOS differensierer seg med US-produksjon og partnerskap.

EOS er for oss en fremvoksende leder i LDES-sektoren og oppfyller dette kriteriet.

Eos Systems Built for Resiliency

Peak performance, engineered safety, and strong initial performance

Edison Proving Ground	Abuse Testing	Durable Design	Strong Z3 Field Data
			
Achieved 40% discharge energy improvement from launch	No hazardous materials identified in facility or surrounding area	< 1 hour from incident to remediation with no fire, explosion, or toxic fume risk	Consistent 87- 89% RTE sub 4-hour discharge

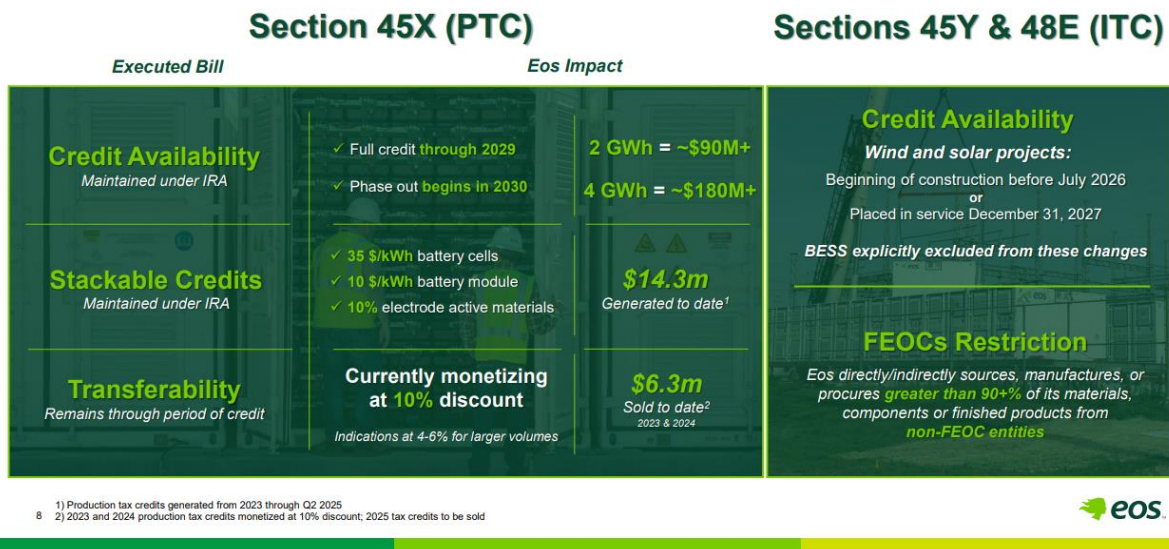
5.5 GWh discharge energy; Over 5 GWh in the field



Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)

Preserves Eos PTC; FEOC creates new demand for American – made LDES



Deres sinkbaserte batterier (Znyth) er sikre, skalerbare og vedvarende, med fleksibilitet til å håndtere nettets kompleksitet og prisvolatilitet.

Postcards From The Future

Eos Energy Enterprises – Vedvarende konkurransefortrinn

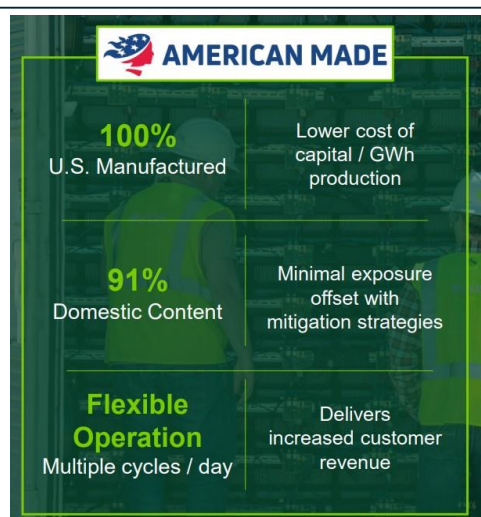
Konklusjon: Eose sin teknologi, partnerskap og US automatiserte produksjon kan gi vedvarende konkurransefortrinn

Znyth-teknologi: Deres sinkbaserte batterier er sikre, skalerbare og long-duration, med fleksibilitet til å håndtere gridens kompleksitet og prisvolatilitet.

Amerikansk produksjon: Fokus på produksjon i USA gir fordeler i form av DOE-støtte og reduserte forsyningskjedeproblemer.

Patenter: Eos har en patentportefølje som beskytter deres teknologi.

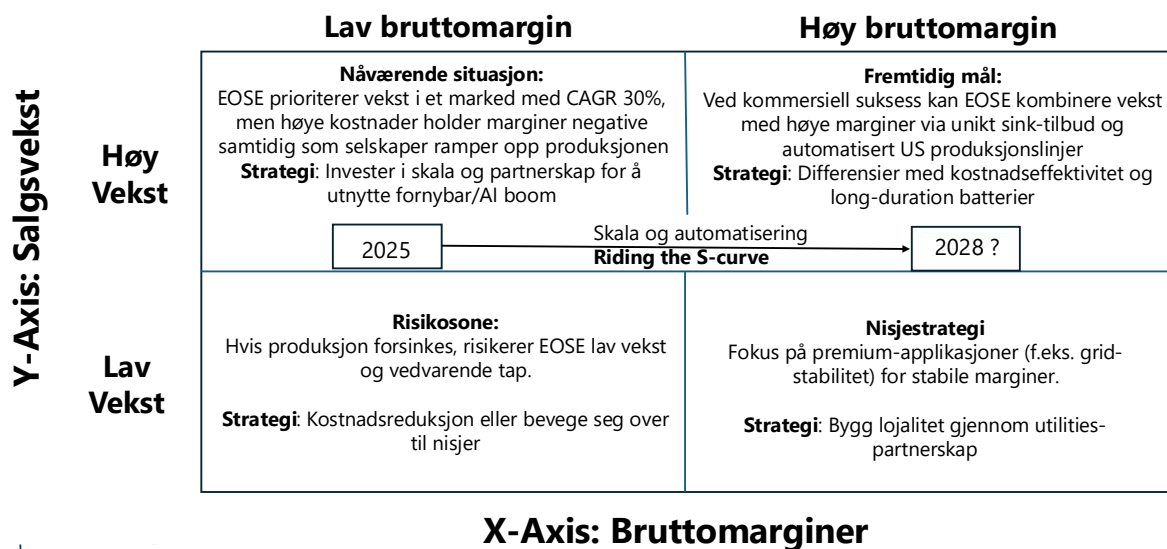
Strategiske partnerskap: Avtaler som en 5-gigawatttime MOU med Frontier Power i UK og et 400 megawatttime-prosjekt i Puerto Rico styrker deres markedsposisjon.



EOSE er i «høy vekst, lav bruttomargin»-kvadranten, men kan flytte mot høyre med vellykkede partnerskap og produksjonsutvidelse.

Postcards From The Future

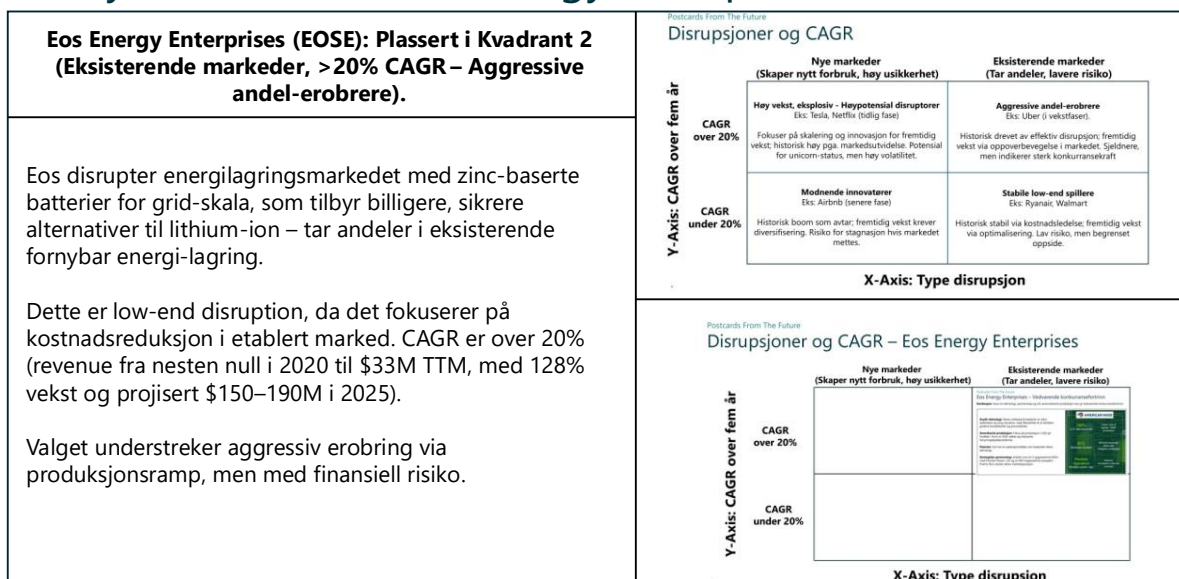
EOSE og industrialanalysen: Vekst vs. bruttomargin



Nr 3: Sterk historisk vekst

Postcards From The Future

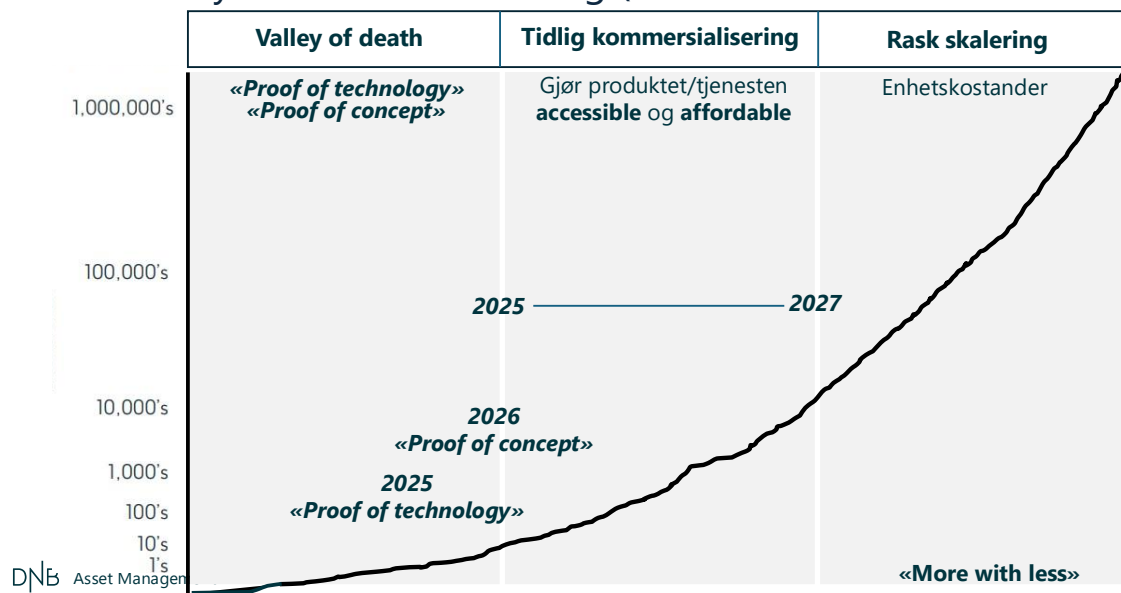
Analyse av vekst – Eos Energy Enterprises



Valley of death

Postcards From The Future

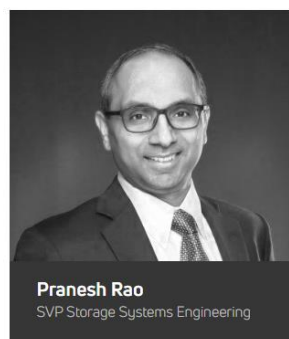
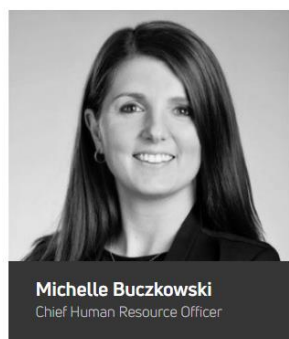
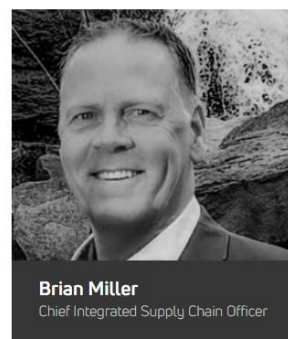
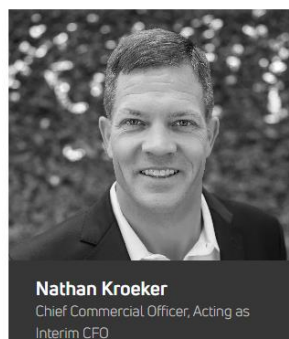
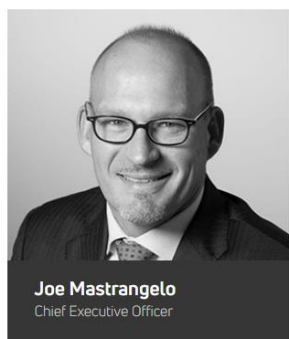
EOSE - valley of death til skalering (introduction fasen i S-kurven)



Nr 4: Visjonær ledelse

Eos ledes av administrerende direktør Joe Mastrangelo, som har drevet selskapets ekspansjon og sikret DOE-finansiering og partnerskap. Hans uttalelser om finansiell restrukturering og vekst i datasentersektoren viser en klar strategi. Imidlertid har oppsigelsen av CFO Eric Javidi (uten årsak) 27. mai 2025 skapt noe usikkerhet, selv om ingen finansielle eller operasjonelle problemer ble rapportert.

Deep experience and expertise—and a great deal of passion—powers our success.



Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

Eos får mye oppmerksomhet i miljøer innenfor fornybar energi og blant småaksjonærer som jakter morgendagens store vinner. Det snakkes mye om nye ordre, teknologi og muligheten for rask vekst, og hver gang det kommer nyheter ser vi mer aktivitet på X og YouTube.

Samtidig merker vi at negative oppslag om forsinkelser finansiering eller emisjoner legger en demper på entusiasmen og gjør stemningen mer urolig. Helhetsbildet er likevel at interessen er høy og at flere følger selskapet tett.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

EOSE – 5 år og 1 år (+219%)

Balanse er bedre, men litt tynn

Eos handles til ~\$6 med en markedsverdi på ~\$1,8 milliarder og et negativt P/E-forhold på grunn av manglende fortjeneste. EOSE har gått 720 % siden sommeren 2024. Prises på ordrebok og at automatisering (skalering) lykkes.



Triggerpunkt-analysen

Postcards From The Future

Triggerpunkt analyse - EOSE

Q3 2024	Q1 2025	Q3 2025	Q1 2026
PoT: Oppnådde milepæler i automatisert produksjon og Z PoBM: 3-teknologi ytelse, Materialkost red; backlog/kontantkonvertering. ES: Første Cerberus-milestones oppnådd	PoT: Automatisert produksjonslinje operasjonell PoBM: Rekordkvartalsinntekt; opportunity pipeline \$15.6B. ES: 58% YoY inntektsvekst; backlog-økning.	PoT: Staged sub-assembly automatisering. PoBM: Høyere prosjektinntekter. ES: Utvidelse av produksjonslinje; nye kontrakter	PoT: Neste generasjons batteriteknologi demo. PoBM: Partnerskap med energiselskaper. ES: Kommersiell utrulling i nye markeder.
Q4 2024	Q2 2025	Q4 2025	Q2 2026
PoT: Forbedringer i Z3-batteriytelse. PoBM: Oppnådd revidert inntektsmål for 2024 ES: Neste Cerberus-milestones låst opp for finansiering.	PoT: Material kost reduksjoner implementert. PoBM: Rekordinntekt \$15.2M, 46% QoQ vekst. ES: Økt containeriserings-kapasitet; prosjektstjenesteinntekter	PoT: Full Z3-skala testing. PoBM: Cash conversion fra backlog. ES: Økt automatisering; pipeline-vekst til \$17B+.	PoT: Sertifisering av nye materialer. PoBM: Stabil inntektsstrøm fra tjenester. ES: Dobling av produksjonskapasitet

3.9 Grab Holdings (GRAB)

Grab er Sørøst-Asias ledende superapp, som tilbyr tjenester innen mobilitet (samkjøring), levering (mat og pakker) og finansielle tjenester (digitale betalinger, lån, forsikring) i land som Singapore, Indonesia, Malaysia, Thailand og Vietnam.

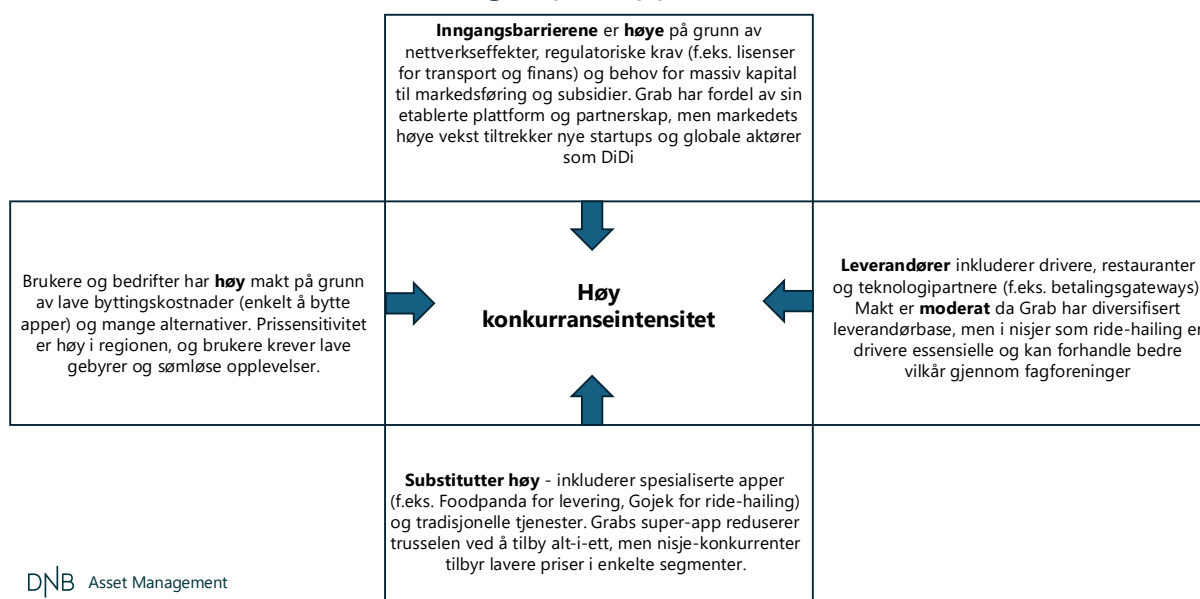
Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

Grab er ledende i en region med rask økonomisk vekst, økende internettpenetrasjon og en ung befolkning. Selskapet opererer i over 700 byer i 8 land og dominerer innen mobilitet, levering og digitale finansielle tjenester. Superapp-modellen, som kombinerer flere tjenester i én plattform, er en voksende trend i fremvoksende markeder. Grab konkurrerer med GoTo (Indonesia), men deres regionale dominans og partnerskap styrker posisjonen deres, som med Perplexity.

Industrialanalysen

Selskapet dominerer markedet i regionen, med høy markedsandel i land som Malaysia (97 %), Filippinene (91 %) og Thailand (85%). Super-app-markedet i Sørøst-Asia er en del av det bredere Asia Pacific-markedet, som ble verdsatt til ca. 43,28 milliarder dollar i 2024 og forventes å vokse med en CAGR på 25.84% til 272 milliarder dollar innen 2032, drevet spesielt av digitalisering og urbanisering.

Porter sine fem krefter: Grab og super-app markedet i SEA-markedet

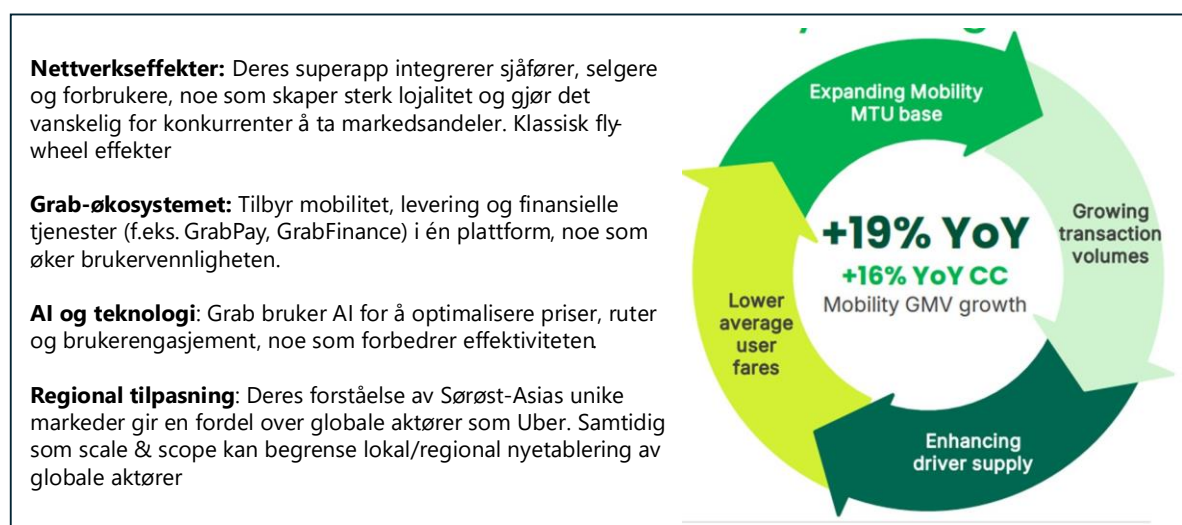


Konkurrenter som Gojek/GoTo (ca. 10-50 % markedsandel i enkelte land), Shopee (Sea Group) og Foodpanda. Grab dominerer med ca. 50% i matlevering, men priskrig og ekspansjon øker presset.

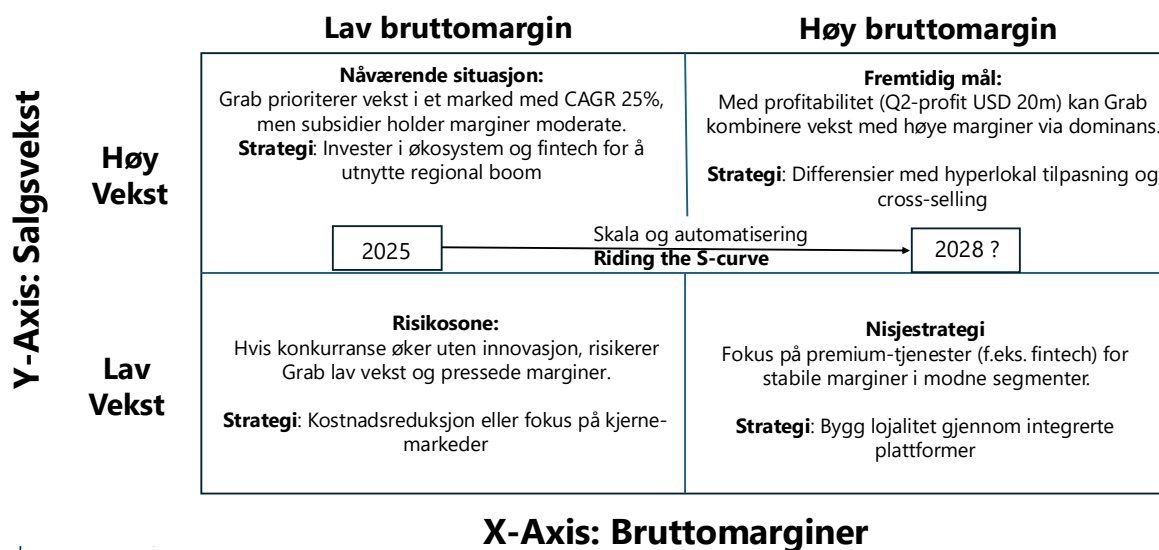
Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Grab – Vedvarende konkurransefortrinn

Konklusjon: Grabs nettverkseffekter, regionale og teknologiske plattform gir et vedvarende konkurransefortrinn.



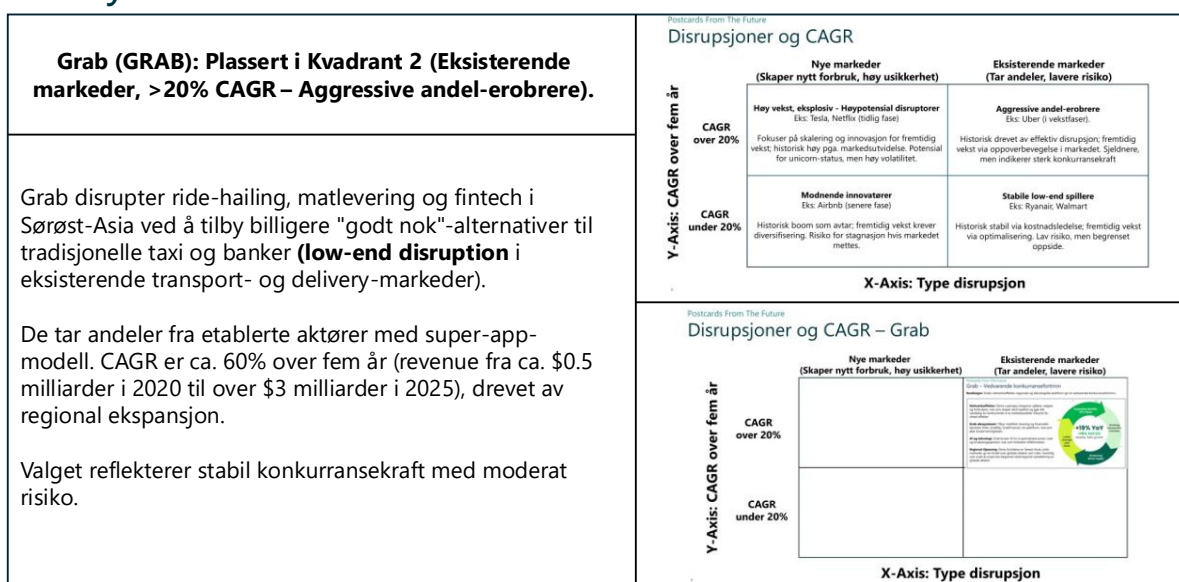
Grab og industrianalyse: Vekst vs. bruttomargin



Grab er også i «høy vekst, lav til moderat bruttomargin»-kvadranten, men beveger seg mot høyre med økt profitabilitet og markedsdominans.

Nr 3: Sterk historisk vekst

Analyse av vekst – Grab



Nr 4: Visjonær ledelse

Grab ledes av administrerende direktør Anthony Tan, med en visjon om å bygge Sørøst-Asias nr 1 superapp, har drevet selskapets ekspansjon. Ledelsens fokus på AI, autonom kjøring og fintech, samt lanseringen av GrabCab (startet med 40 biler i Singapore i juli 2025), viser innovasjonsevne. Finansdirektør Peter Oey viser optimisme om regionens ubenyttede potensial. Evnen til selskapet med å oppnå positiv EBITDA og håndtere regulatoriske utfordringer (f.eks. GoTo-fusjonen) reflekterer sterk execution.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

Selskapet har levert tolv kvartaler på rad med bedre drift, og det gjør folk tryggere på at modellen fungerer. At så mye ligger i samme app (transport, mat og betaling) gjør hverdagen enkel og bygger vaner og lojalitet. Praten tar seg gjerne opp når det kommer kampanjer, nye byer eller partnerskap, og vi ser ofte mer aktivitet på f.eks X. Samtidig er stemningen følsom for pris konkurranse og reguleringer i regionen

6. Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

Grab – 5 år og 1 år (+51%)

Sterk cashposisjon, M&A og super-app

Grab handles til 12mnd forward P/E-forhold på +65x noe som er svært høyt på grunn av begrenset nettofortjeneste



Bloomberg 19.08.2025



Triggeranalysen

Postcards From The Future

Triggerpunkt analyse – Grab

Q3 2024	Q1 2025	Q3 2025	Q1 2026
PoT: Forbedringer i AI for ruteoptimalisering. PoBM: Ingen EPS rapportert; GMV-vekst. ES: Utvidelse til nye byer i SE Asia.	PoT: AI-drevet fintech-tjenester validert. PoBM: Inntekter \$773M, opp 18%; profitt \$10M. ES: Rekord brukervekst; on-demand GMV opp.	PoT: Utvidet AI for finansielle tjenester. PoBM: Mot breakeven; inntektsguidance \$3.37B for året. ES: Flere autonome kjøretøy på veien	PoT: Neste gen superapp-oppdateringer. PoBM: Profitt \$171M estimert; EBITDA positiv for fintech. ES: Utvidelse til flere land.
Q4 2024	Q2 2025	Q4 2025	Q2 2026
PoT: Integrasjon av autonome kjøretøy tester. PoBM: EPS \$0.01; inntektsvekst. ES: Partnerskap med flere leverandører.	PoT: Optimalisering av leveringsalgoritmer. PoBM: Inntekter \$819M, opp 23%; nettoinntekt \$35M. ES: GMV-vekst 21%; EBITDA-margin forbedret	PoT: Full integrasjon av fintech-plattform. PoBM: Positiv EBITDA for året. ES: Brukerbasen vokser; nye partnerskap.	PoT: Autonome flåte skalert. PoBM: Stabil inntektsvekst 20%. ES: 20,000 autonome kjøretøy planlagt.

3.10 Serve Robotics (SERV)

Serve Robotics utvikler leveringsroboter, drevet av AI. Tjenesten er primært for matlevering, og i samarbeid med flere store partnere er modellen at roboten kjører selv på fortauet, dør-til-dør.

Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

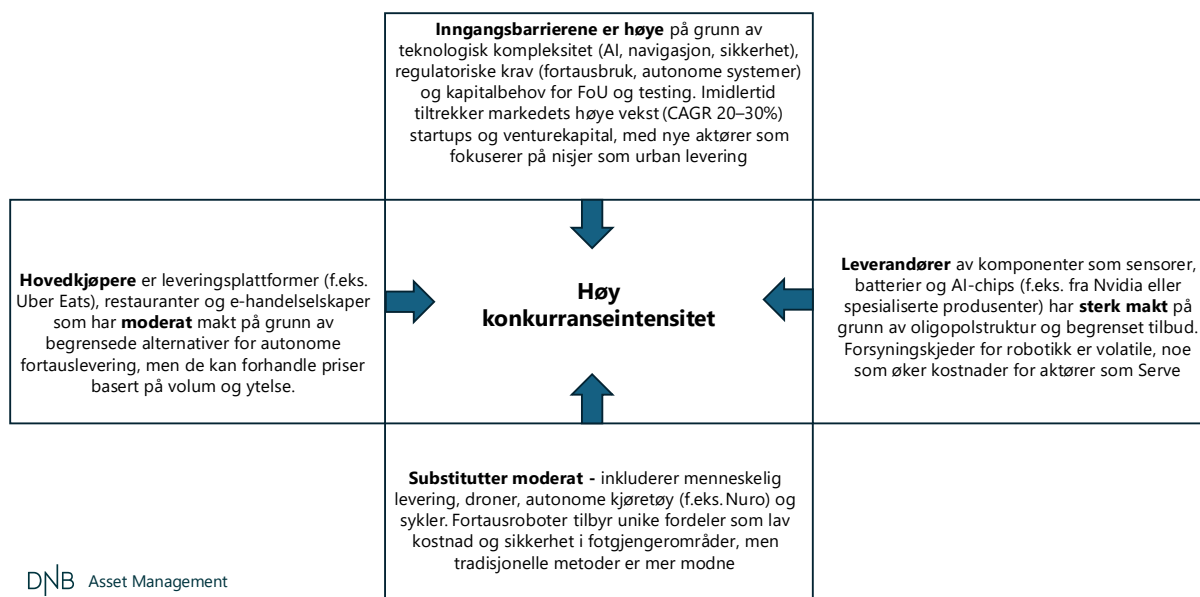
Serve Robotics er en first mover innen «last-mile» (som vi for øvrig har skrevet mer om i perspektivnotatet om [selvkjørende agenter](#)). Det er en voksende sektor drevet av etterspørsel etter effektive og lønnsomme leveringsløsninger. Selskapet har partnerskap med Uber Eats (plan om å utplassere opptil 2.000 roboter) og 7-Eleven, og har utvidet til byer som Los Angeles, Miami og Atlanta. Markedet for autonome leveringsløsninger forventes å nå 185,3 milliarder dollar innen 2033. Serve konkurrerer med aktører som Starship og Nuro, men deres fokus på fortaus-roboter og Level 4 autonomi gir en ledende posisjon.

Industrianalysen

Markedet for autonome leveringsroboter (inkludert de som kjører på fortauet) er disruptivt og i sterk vekst, anslått til 0,52-1,11 milliarder dollar i 2025, med en CAGR på 20-33,7 % frem til 2030-2032, med underliggende drivere som e-handel, urbanisering og bærekraftige transportløsninger.

Postcards From The Future

Porter sine fem krefter: Serve Robotics og fortausroboter



Aktører som Starship Technologies, Kiwibot, Ottonomy og globale giganter som Amazon Scout er til stede i dette markedet. Konkurransen fokuserer på dekning, kostnader og regulatorisk compliance. Serve differensierer seg med Uber-integrasjon og fokus på urbane og kortdistanseleveringer.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Postcards From The Future

Serve Robotics – Vedvarende konkurransefortrinn

Konklusjon: Serves teknologi og partnerskap kan ved vellykket skalering gi et sterkt konkurransefortrinn.

Level 4 autonomi: Deres roboter opererer uten menneskelig inngripen i definerte områder, støttet av NVIDIA Jetson Orin og Ouster REV7 lidar.

Patenter: Serve har seks patenter som beskytter deres teknologi, inkludert sikkerhetssystemer som autonom kollisjonsunngåelse og nødbremsing.

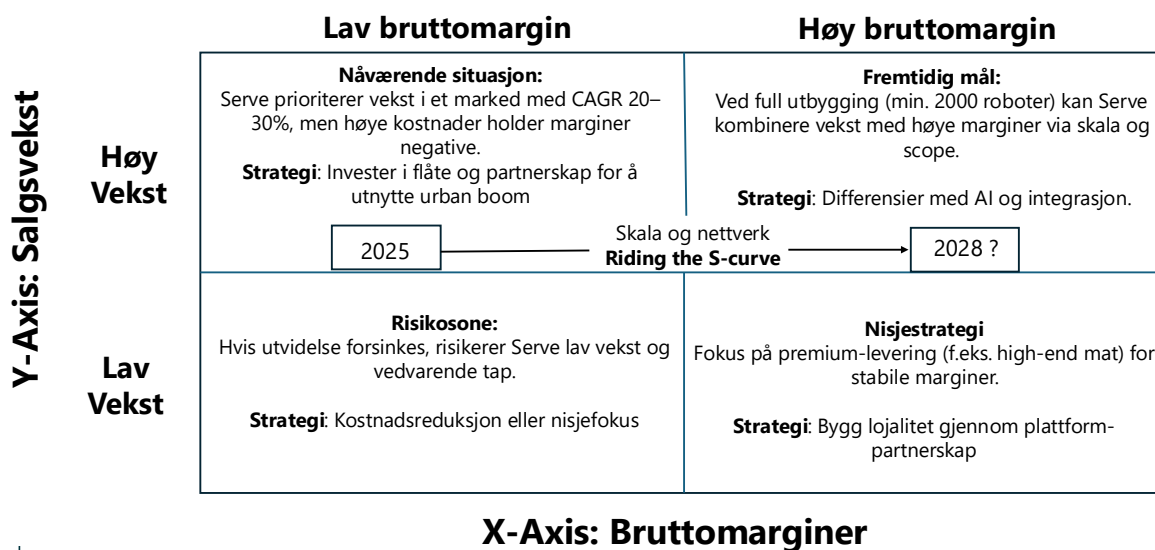
Partnerskap: Avtaler med Uber Eats, 7-Eleven og Magna (for produksjon) gir markedsadgang og skalerbarhet.

Bærekraft: Nullutslippsroboter appellerer til miljøbevisste kunder og byer.



Postcards From The Future

Serve Robotics og industrialanalyse: Vekst vs. bruttomargin

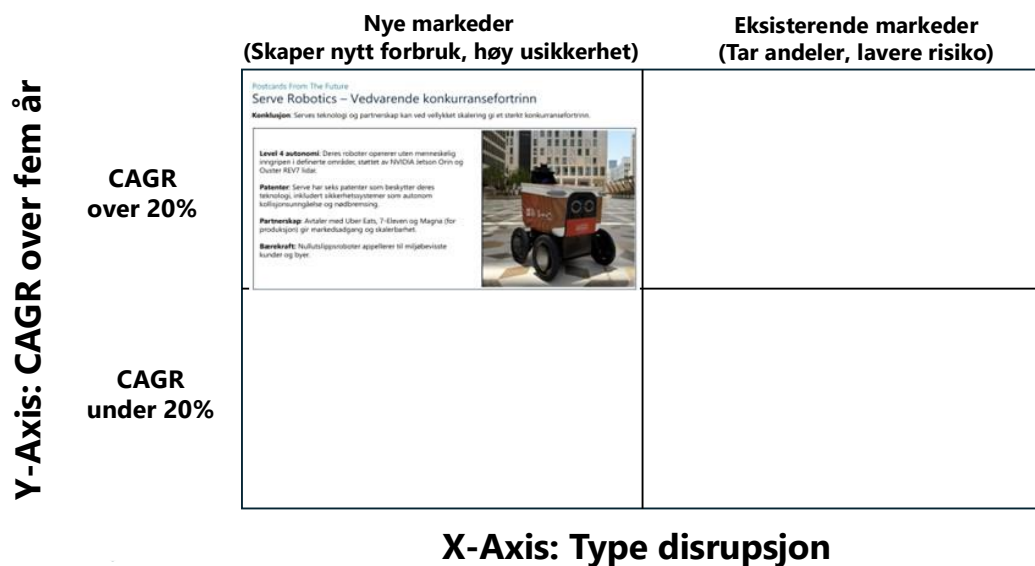


Serve er i «høy vekst, lav bruttomargin»-kvadranten, men kan flytte mot høyre med vellykket flåteutvidelse og markedsekspanasjon

Nr 3: Sterk historisk vekst

Postcards From The Future

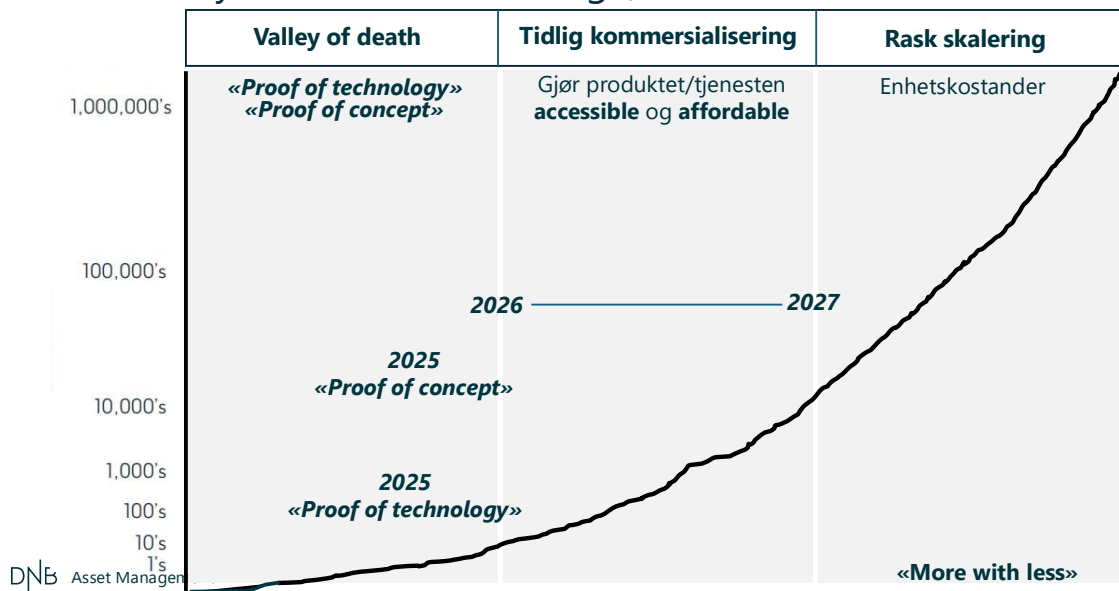
Disrupsjoner og CAGR – Serve Robotics



Valley of death

Postcards From The Future

Serve - valley of death til skalering (introduction fasen i S-kurven)



Nr 4: Visjonær ledelse

Serve ledes av medgründer og administrerende direktør Ali Kashani som har blitt anerkjent som har vunnet Entrepreneur of the Year 2025 Bay Area. Hans visjon om autonome last mile

leveringer har gitt støtte fra NVIDIA, Uber og Magna. Fremskritt som Level 4 autonomi og lansering av 3. generasjons roboter i 2025 viser ledelsens gjennomføringsevne.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

Serve har sterk buzz, spesielt blant investorer og teknologientusiaster. På X fremheves selskapet som en leder i robotikk, med støtte fra NVIDIA og Uber, og aksjen prises som en potensiell vinner i småkapital-segmentet. Partnerskap med Shake Shack og lokale kunstnere i Atlanta (f.eks. designet roboten) øker synligheten. Imidlertid har negative kommentarer om roboter som blokkerer fortau skapt noe motstand.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

Serve – 5 år og 1 år (-11%)

TAM og markedsandel analyser- skalering i 2026

Serve handles til \$10,26 med en markedsverdi på \$586 millioner, men uten P/E-verdi på grunn av tap (-\$1,16 EPS). Den høye verdsettelsen for et selskap med \$1,8 millioner i inntekter reflekterer høye forventninger, men også risiko for volatilitet.



Bloomberg 19.08.2025



Triggepunkt-analysen

Postcards From The Future

Triggepunkt analyse – Serve Robotics

Q3 2024	Q1 2025	Q3 2025	Q1 2026
PoT: Tusenvis av leveringer fullført. PoBM: Kontrakter med Uber Eats. ES: Flåteutvidelse til 100+ roboter.	PoT: Lavemisjonsroboter i operasjon. PoBM: Enterprise-partnerskap med 7-Eleven. ES: Utvidelse til nye byer.	PoT: Full autonom modus i flere byer. PoBM: Forventet inntekt \$600-700K. ES: Flåtevekst til 500+; nye markeder.	PoT: Neste gen robot hardware. PoBM: Profitt fra skalering. ES: Nasjonal utrulling..
Q4 2024	Q2 2025	Q4 2025	Q2 2026
PoT: AI-forbedringer i navigasjon. PoBM: Årlig inntekt \$1.8M; 773% YoY vekst ES: Avtale om 2000 roboter med Uber.	PoT: AI-optimalisering for leveringer. PoBM: Flåte firedoblet; dekker 2500 restauranter i 4 byer. ES: Nå 1.8M mennesker; inntektsvekst.	PoT: Integrasjon med flere plattformer. PoBM: Multi-årskontrakter. ES: Skala til 1000 roboter.	PoT: AI-upgrades for hastighet. PoBM: Diversifisert inntektsstrøm. ES: Internasjonal ekspansjon.

3.11 TransMedics Group (TMDX)

TransMedics utvikler Organ Care System (OCS), en revolusjonerende teknologi for å bevare og transportere donororganer (hjerne, lunger, lever) i en tilstand som ligner menneskelig fysiologi, og tilbyr også en komplett logistikkjeneste for organtransplantasjoner.

Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

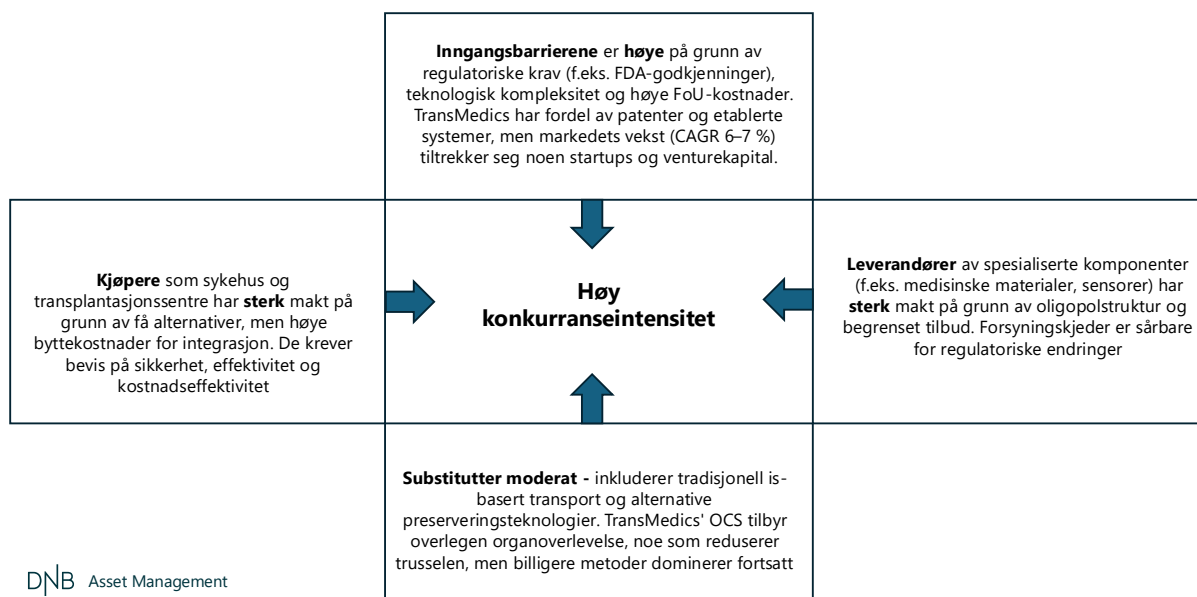
TransMedics er verdensledende innen organtransplantasjonsteknologi med sitt FDA-godkjente Organ Care System (OCS) for hjerte, lunger og lever. Markedet for organtransplantasjoner vokser, med over 46.000 transplantasjoner i USA, opp 11,9% fra året før. OCS øker bruken av donororganer, inkludert DCD (donation after circulatory death), og utvider markedet ved å tillate transport over lengre avstander. TransMedics sin National OCS Program (NOP) gir en unik end-to-end-tjeneste. De konkurrerer med selskaper som Paragonix og Xvivo, men OCS sin varme perfusjonsteknologi og logistikkjenester gir selskapet et forsprang.

Industrialanalysen

Denne industrien for organpreservering og transport er disruptiv og i vekst, drevet av økende transplantasjoner, teknologiske fremskritt og aldrende befolkning. Markedet er anslått til 273-336 millioner dollar i 2025, med forventet vekst til opp mot 458 millioner dollar innen 2030 (CAGR 6,35-7,2%)

Postcards From The Future

Porter sine fem krefter: TransMedics og organindustrien



De største konkurrentene i markedet er Paragonix Technologies, XVIVO Perfusion AB, OrganOx og Dr. Franz Köhler Chemie. Konkurransen fokuserer på teknologi, effektivitet og ekspansjon til større globale markeder. Dog ingen nevneverdige direkte konkurrenter til Transmedics på levertransplantasjonssegmentet.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Postcards From The Future

TransMedics – Vedvarende konkurransefortrinn

Konklusjon: TransMedics' teknologi og logistikktenester gir et sterkt konkurransefortrinn.

OCS-teknologi: Den eneste FDA-godkjente teknologien for DBD- og DCD-transplantasjoner, som holder organer i en «levende» tilstand med varm, oksygenert blodperfusjon, reduserer iskemi og øker organbruk (94,9 % bruk av OCS-hjarter)

Patenter: Omfattende patentportefølje som beskytter OCS for hjerte, lunger og lever.

Logistikktenester: National OCS Program (NOP) med 17 regionale huber og dedikert luft- og bakkenettverk for transplantasjoner gir en unik ende-til-ende-tjeneste.

Data og resultater: OCS reduserer post-transplantasjonskomplikasjoner med 10–14 % (mot 30–35 % for kald lagring) og støtter lengre transporttid (opptil 24 timer).



OCS™ Heart

TransMedics

Postcards From The Future

TransMedics og industrianalyse: Vekst vs. bruttomargin

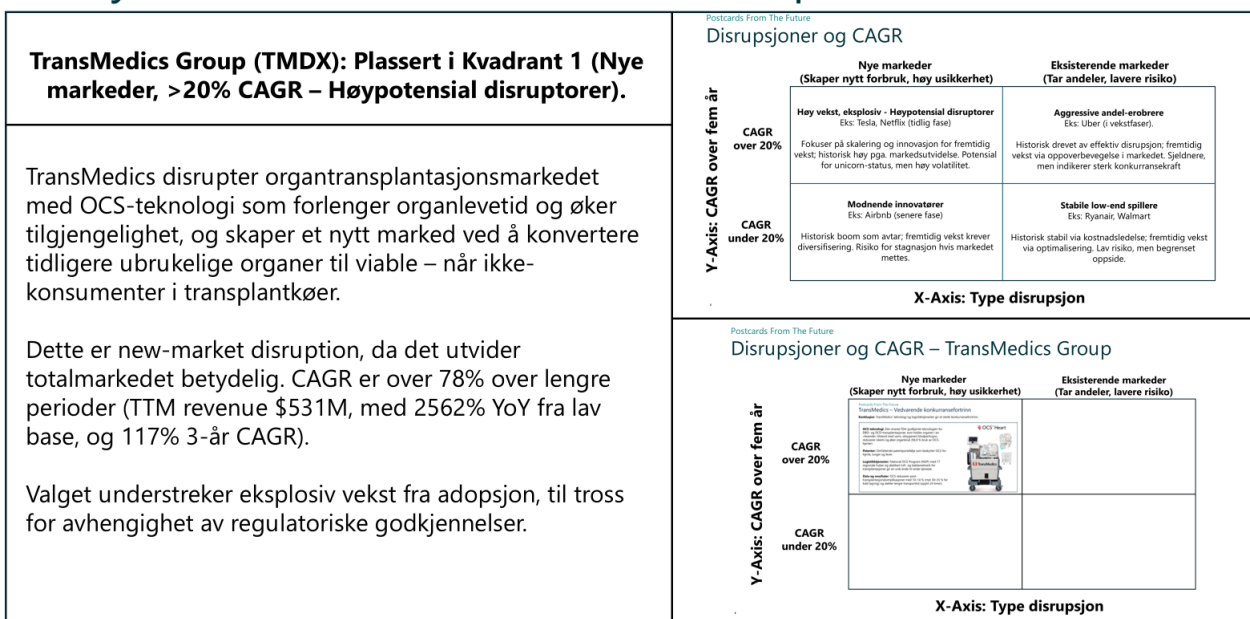
		Lav bruttomargin	Høy bruttomargin
Y-Axis: Salgsvekst	Høy Vekst		Fremtidig mål: Med stabile 61 % marginer kan TransMedics kombinere vekst med høye marginer via lederskap. Strategi: Differensier med OCS-teknologi og globale partnerskap. Nåværende situasjon: TransMedics prioriterer vekst (38 % YoY) i et marked med CAGR 6–7 %
	Lav Vekst	Risikosone: Hvis regulatoriske forsinkelser oppstår, risikerer TransMedics lav vekst og pressede marginer. Strategi: Kostnadsreduksjon eller nisjefokus.	Nisjestrategi Fokus på premium-organer (f.eks. hjerte) for stabile marginer i modne segmenter. Strategi: Bygg lojalitet gjennom kliniske data.
		X-Axis: Bruttomarginer	

TransMedics er i «høy vekst, høy bruttomargin»-kvadranten, men må navigere konkurranse for å opprettholde posisjonen.

Nr 3: Sterk historisk vekst

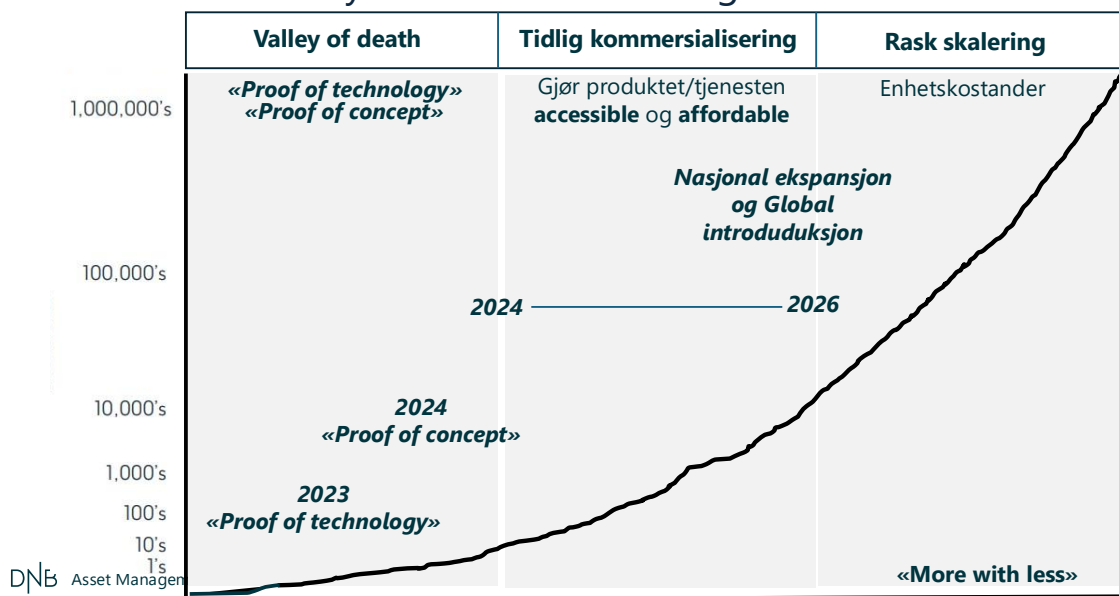
Postcards From The Future

Analyse av vekst – TransMedics Group



Postcards From The Future

Transmedics - Valley of death til skalering



Nr 4: Visjonær ledelse

TransMedics ledes av grunnlegger og administrerende direktør Waleed Hassanein, en hjertespesialist som utviklet OCS for å løse logistikk- og kvalitetsutfordringer i

organtransplantasjoner. Hans visjon om å øke organbruk og forbedre utfall har ført til FDA-godkjenninger og rask adopsjon. Selskapet viser gjennomføringsevne ved å klare å lansere NOP og integrere CometChat for kommunikasjon.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

TransMedics har sterk buzz, spesielt blant investorer og medisinske fagfolk. Imidlertid er det primært begrenset til investorer og medisinske miljøer, ikke allmennheten, på grunn av B2B slag og nisjen.

I tillegg har et par investorer utviklet nettsider hvor man kan tracke viktigste måltallene til Transmedics (i hvert fall det noen mener er). Måltallet baserer seg på data fra småflyene som selskapet eier. På den måten kan de estimere med relativt god sannsynlighet hva omsetningen vil havne på. CEO ga de skryt for dette, men påpekte riktignok at det kan være variasjon i hvor mange av transplantasjonene som går via fly vs bil og at den ikke alltid vil være like nøyaktig.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

Transmedics – 5 år og 1 år (-24%)

Balanse ok

TransMedics har en markedsverdi på ~\$4,2 milliarder og et høyt forward P/E-forhold (~55x), noe som reflekterer høye forventninger.



Bloomberg 19.08.2025



Triggerpunkt-analysen

Postcards From The Future

Triggerpunkt analyse – Transmedics

Q3 2024	Q1 2025	Q3 2025	Q1 2026
PoT: OCS forbedringer i hjerte/lunge. PoBM: Stabil vekst. ES: Kliniske data publisert.	PoT: OCS i alle organsegmenter. PoBM: Inntekt \$143.5M; 48% YoY vekst ES: Netto inntekt \$25.7M	PoT: Start på U.S. kliniske trials for neste gen OCS. PoBM: Økt R&D-investering. ES: Organsegmentvekst.	PoT: Sertifisering av nye enheter. PoBM: Stabil netto inntekt. ES: Dobling av markedsandel.
Q4 2024	Q2 2025	Q4 2025	Q2 2026
PoT: Neste gen OCS testing. PoBM: Årlig inntekt; guidance \$530-552M for 2025. ES: Økt adopsjon i USA.	PoT: Teknologi skalerbar for lever/hjerte/lunge. PoBM: Inntekt \$157.4M; 38% YoY. ES: Oppjustert guidance \$565-585M.	PoT: Fullføring av trials. PoBM: 20-25% årlig vekst. ES: Internasjonal ekspansjon.	PoT: Integrasjon av AI i OCS. PoBM: Diversifisert inntekter. ES: Global skalering.

3.12 Rocket Lab (RKLB)

Rocket Lab er en ledende aktør i romindustrien. De tilbyr satellittoppskytninger for mindre satellitter med Electron-raketten, samt utvikler den større Neutron-raketten og leverer egenproduserte romsystemer som satellitter og kommunikasjonssystemer.

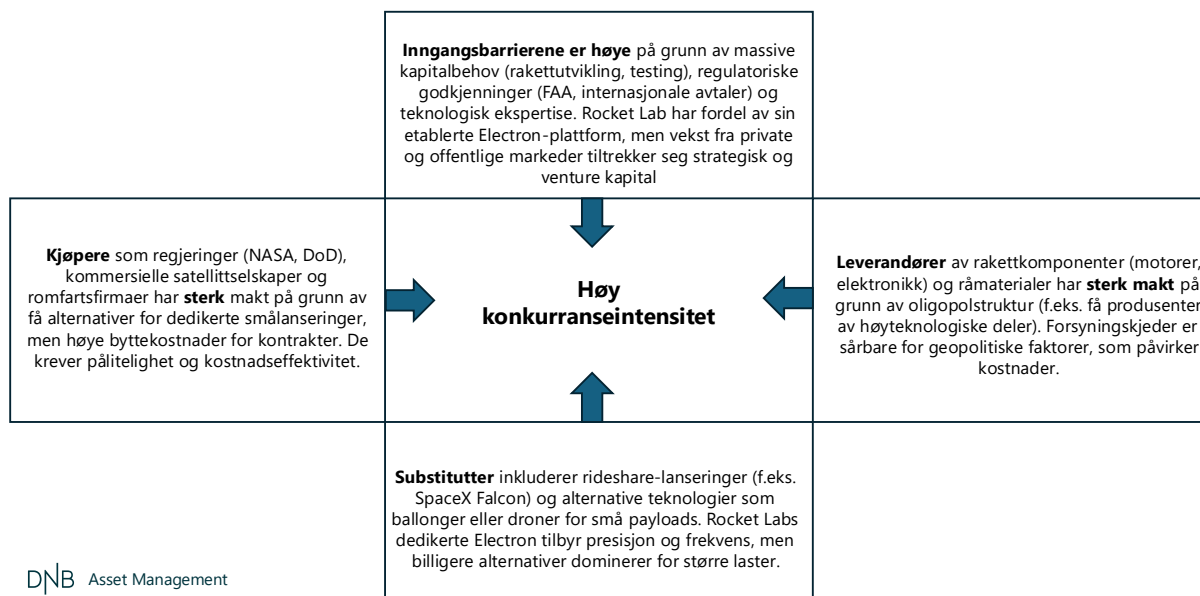
Nr 1: Ledende selskap i en voksende industri

Leder i markedet for småsatellittoppskytinger og romsystemer, en sektor som vokser raskt på grunn av økende etterspørsel etter satellittkonstellasjoner og rombaserte tjenester. Deres Electron-rakett har gjennomført 70+ vellykkede oppskytinger, og de utvikler Neutron, en mellomstor rakett som kan konkurrere med SpaceX sin falcon 9.

Industrianalysen

Selskapet opererer i den voksende romøkonomien (space economy), som inkluderer lanseringer, satellitter, romturisme og data-tjenester.

Porter sine fem krefter: RocketLab og industrien i verdensrommet



Markedet består av aktører som SpaceX, Blue Origin, ULA, Firefly Aerospace, Relativity Space og PLD Space. Konkurransen fokuserer på kostnader, frekvens og pålitelighet; Rocket Lab differensierer seg med små dedikerte lanseringer.

Nr 2: Vedvarende konkurransefortrinn

Rocket Lab – Vedvarende konkurransefortrinn

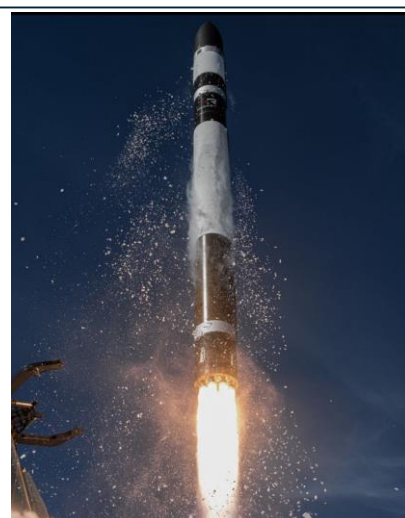
Konklusjon: Rocket Labs vertikale integrasjon og teknologiske fremskritt gir et sterkt konkurransefortrinn

Vertikal integrasjon: De tilbyr både oppskytingstjenester (Electron, Neutron) og romsystemer (satellitter, solpaneler), noe som skiller dem fra rene oppskytingsleverandører.

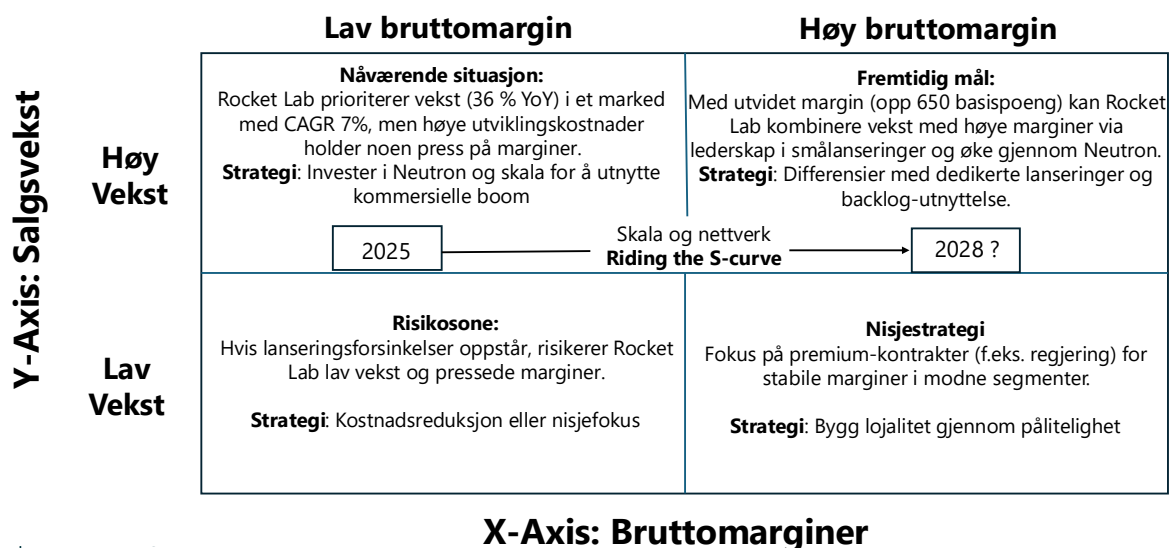
Electron-raketten: En av de mest brukte småraketten globalt med 100 % suksessrate i 2025 (10 oppskytinger hittil).

Neutron-raketten: Forventet operasjonell i slutten av 2025, med kapasitet til å bære 13 000 kg, 60x mer enn Electron, noe som utvider markedspotensialet.

Patenter og teknologi: Deres proprietære teknologi og oppkjøp som Geost (ventet fullført i 2025) styrker deres tilbud.



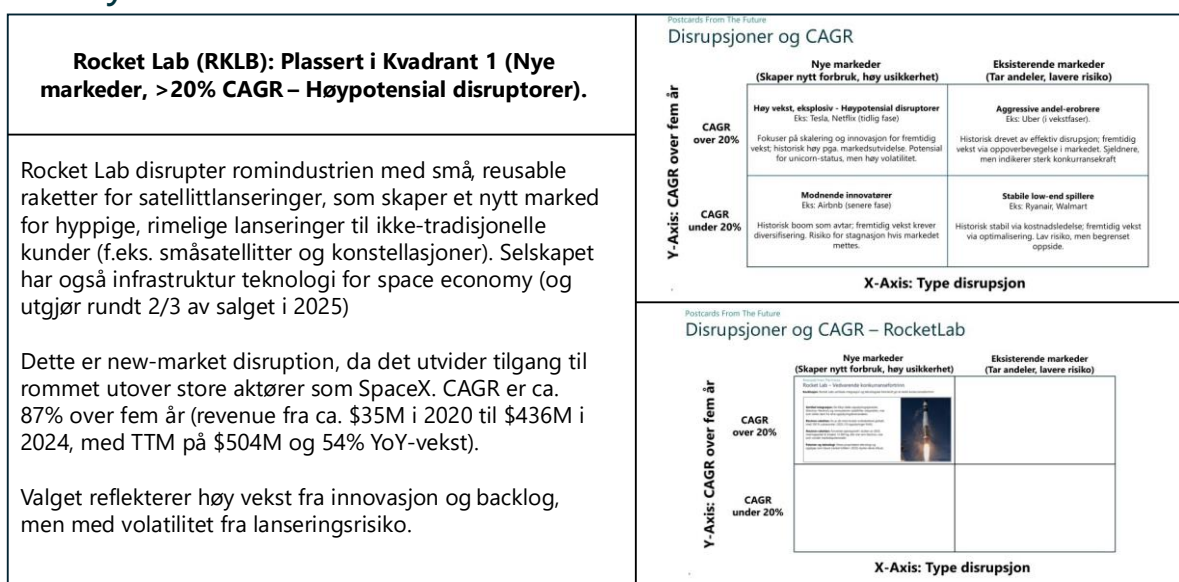
Rocketlab og industrianalyse: Vekst vs. bruttomargin



Rocket Lab er i «høy vekst, lav til moderat bruttomargin»-kvadranten, men beveger seg mot høyre dersom Neutron blir en suksess.

Nr 3: Sterk historisk vekst

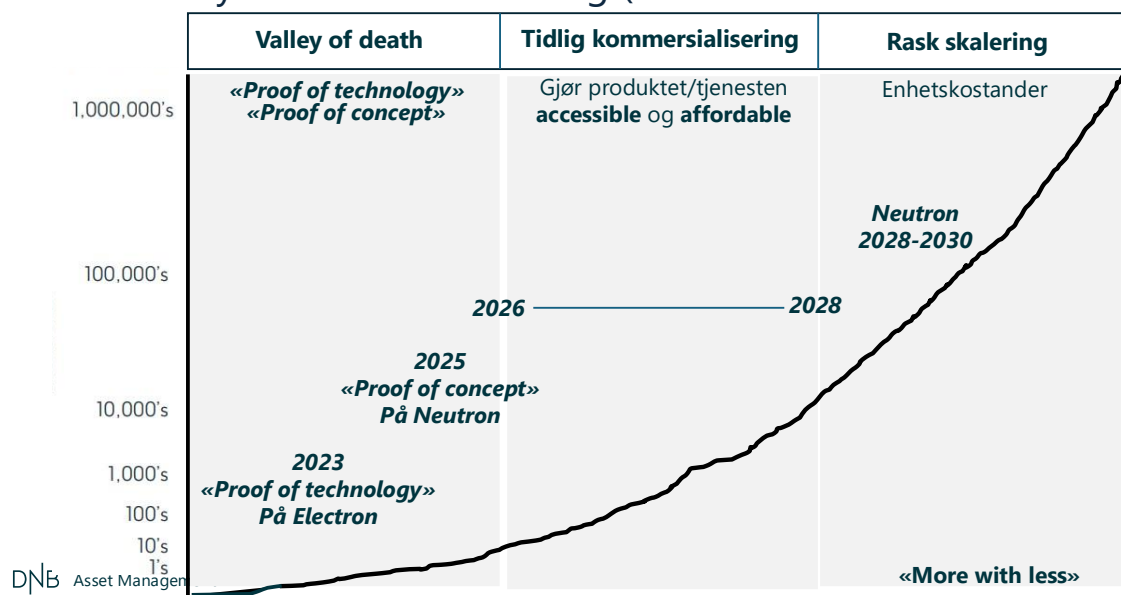
Analyse av vekst – RocketLab



Valley of death

Postcards From The Future

RKLB - Valley of death til skalering (introduction fasen i S-kurven)



Nr 4: Visjonær ledelse

Selskapet ledes av administrerende direktør Peter Beck. Han er en selvlært ingeniør fra New Zealand, startet som lærling hos Fisher & Paykel, og bygde raketter på fritiden før han grunnla Rocket Lab i 2006. I 2009 sendte selskapet opp Åtea-1 og ble første private aktør i Sør-halvkule som nådde rommet, og i 2018 fløy Electron til bane for første gang. Et av mine favorittsitater fra Beck er fra en dokumentar om verdensrommet hvor han sier «I'm not built to build shit». Dette er en uredd og helt klart visjonær leder.

Beck ble erklært til ridder i 2024 for innsatsen sin for romfart og næringsliv, og kalles derfor Sir Peter Beck. I dag leder han satsingen mot den større, delvis gjenbrukbare Neutron og har gjort Rocket Lab til et «end-to-end»-romselskap som bygger både raketter, satellitter og infrastruktur.

Nr 5: Forbrukerappell eller «buzz»

Rocket Lab får mye oppmerksomhet blant investorer og romentusiaster. Buzz'en tar seg opp når de lykkes med nye oppskytninger, deler framdrift på Neutron og lander kontrakter med

store kunder. På X går klipp fra oppskytinger og spekulasjoner om tidsplaner sin seiersgang, og mange heier på dem som neste vekstvinner.

Nr 6: Overvurdert av markedet?

Postcards From The Future

RocketLab – 5 år og 1 år (+525%)

Balanse grei nok

Rocket Lab handles til ~\$45 med et negativt P/E-forhold (ikke lønnsomt ennå) og et høyt pris-til-salg-forhold, noe som reflekterer høye forventninger.



Triggerpunktanalysen

Postcards From The Future

Triggerpunkt analyse – RocketLab

Q3 2024

PoT: Elektron-rakett suksessfulle oppskytinger.
PoBM: Inntektsvekst; backlog økning.
ES: Flere misjoner planlagt

Q1 2025

PoT: Elektron-lanseringer validert.
PoBM: Inntekter \$123M, opp 32%.
ES: 8. misjon i året; totalt 66 lanseringer.

Q3 2025

PoT: Første Neutron-test.
PoBM: Inntekter \$145-155M; marginer 35-37%.
ES: Lansering av Gen-3 satellitter.

Q1 2026

PoT: Gjenbrukbar Neutron validert.
PoBM: Vekst fra nye kontrakter.
ES: 8 Gen-3 satellitter for BlackSky.

Q4 2024

PoT: Forbedringer i gjenbrukbar teknologi.
PoBM: Rekordkvartal; EPS tap.
ES: Kontrakter for satellittutplassering.

Q2 2025

PoT: Neutron-forberedelser pågående.
PoBM: Rekordinntekter \$144M, opp 36%; EPS -\$0.13.
ES: Marginer opp 650 basispunkter; Q3-guidance \$145-155M.

Q4 2025

PoT: Neutron-lansering midt i året.
PoBM: Økt backlog; profittforbedring.
ES: Sjølanding av raketter.

Q2 2026

PoT: Neste gen rakett-teknologi.
PoBM: Stabil inntektsstrøm.
ES: Økt lanseringsfrekvens; misjoner til Månen/Mars.

4.0 Oppsummering av selskapene

La oss oppsummere analysen av de 12 selskapene (Joby Aviation, SoFi Technologies, MercadoLibre, AST SpaceMobile, Tesla, Coinbase, QuantumScape, Eos Energy Enterprises, Grab Holdings, Serve Robotics, TransMedics, Rocket Lab) ved å plassere dem i to 2x2-matriser basert på deres egenskaper i forhold til David Gardners "Rule Breaker"-kriterier.

Postcards From The Future

Vår analyse av kriteriene anvendt på 12 aksjer

Joby - Vekstende konkurransefortrinn 	Joby	Tesla - Vekstende konkurransefortrinn 	Tesla	Grab - Vekstende konkurransefortrinn 	Grab Holdings
SoFi - Vekstende konkurransefortrinn 	SoFi Technologies	Coinbase - Vekstende konkurransefortrinn 	Coinbase Global	Serve Robotics - Vekstende konkurransefortrinn 	Serve Robotics
MercadoLibre - Vekstende konkurransefortrinn 	MercadoLibre	QuantumScape - Vekstende konkurransefortrinn 	QuantumScape	TransMedics - Vekstende konkurransefortrinn 	TransMedics Group
AST SpaceMobile - Vekstende konkurransefortrinn 	AST SpaceMobile	Eos Energy Enterprises - Vekstende konkurransefortrinn 	Eos Energy Enterprises	Rocket Lab - Vekstende konkurransefortrinn 	Rocket Lab

Matrise: Vekstfase vs. Markedsdominans

X-akse: Vekstfase deles inn i tidlig og etablert fase. Y-akse: Markedsdominans

Samlet vurdering av de 12 selskapene

		Tidlig fase	Etablert fase
Y-Axis: Markedsdominans	Høy dominans	Selskaper i tidlig fase, men med sterk ledelse i sine nisjer. Høy risiko, men potensial for eksponentiell vekst.	Etablerte ledere med betydelige inntekter og dominerende markedsposisjon. Lavere risiko, men mindre mangeganger-oppside
	Lav dominans	Selskaper i tidlig fase med konkurranseutsatte posisjoner. Høyest risiko, men også høy oppside hvis de lykkes.	Etablerte selskaper, men med svakere markedsandel eller sterk konkurranse. Moderat risiko og oppside.
		X-Axis: Vekstfase	

Plassering av selskapene:

Samlet vurdering av de 12 selskapene

		Tidlig fase	Etablert fase
Y-Axis: Markedsdominans	Høy dominans	Joby, ASTS, TransMedics Førkommersielle eller tidlig fase, men ledere i sine nisjer (eVTOL, rombasert telekom, organtransplantasjon). Høy risiko, men sterk posisjon.	Tesla, MercadoLibre Etablerte giganter med dominerende posisjoner i EV/energi og Latin-Amerikansk e-handel/fintech. Lavere mangeganger-potensial på grunn av størrelse. Nye S-kurver som selvkjørende og humanoids (tidlig fase)
	Lav dominans	 QuantumScape, Eose, Serve Førkommersielle, men i konkurranseutsatte sektorer (batterier, energilagring, fortauroboter). Høy risiko, men potensial for vekst.	 SoFi, Coinbase, Grab, Rocket Lab Har inntekter, men møter sterk konkurranse i fintech, krypto, superapper og romindustrien. Moderat risiko og oppside.
		X-Axis: Vekstfase	

Matrisen viser at Tesla og MercadoLibre er etablerte ledere, mens Joby, AST og TransMedics har høy dominans i tidlig fase. SoFi, Coinbase, Grab og Rocket Lab er etablert, men konkurranseutsatt, og QuantumScape, Eos og Serve har høyest risiko som tidligfase-aktører med lav dominans.

Disrupsjoner og CAGR – samlet på alle 12 selskapene

Y-Axis: CAGR over fem år		Nye markeder (Skaper nytt forbruk, høy usikkerhet)	Eksisterende markeder (Tar andeler, lavere risiko)
		Høy vekst, eksplosiv - Høypotensial disruptorer Eks: Tesla, Netflix (tidlig fase) Joby, ASTS, Tesla FSD & Optimus, Transmedics, Rocket Lab, Servie Robotics, Coinbase	Aggressive andel-erobrere Eks: Uber (i vekstfaser). SOFI, MercadoLibre, Grab, EOSE
Y-Axis: CAGR over fem år	CAGR over 20%		
	CAGR under 20%	Modnende innovatører Eks: Airbnb (senere fase) QuantumScape (kan fort være kvadranten over)	Stabile low-end spillere Eks: Ryanair, Walmart Vi antar at MercadoLibre vil begege seg ned hit

X-Axis: Type disrupsjon

5.0 Disruptive investeringsstrategier og «mange-gangeren»

Mange av foilene som vi viser og har diskutert i dette perspektivnotatet er basert på en presentasjon.



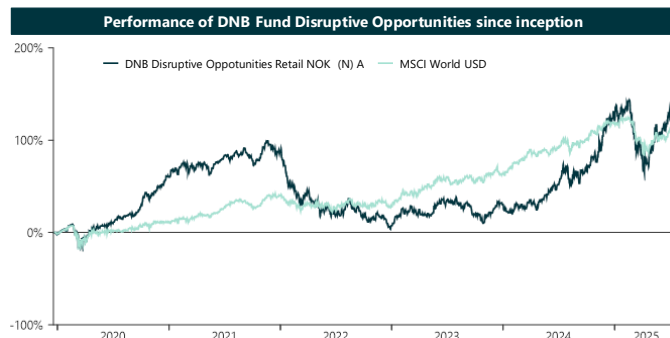
Fondet DNB Disruptive Muligheter investerer i globale aksjer som vi definerer som disruptive på den måten vi har definert tidligere. Slik sett har vi et bredt investeringsunivers. Vi måler risiko ut fra den bredeste globale indeksen MSCI Global, og fordelene med det for investorer er at dette er en kjent indeks der volatilitet og risiko lett synliggjøres. DNB Disruptive Muligheter er et fond som svinger (volatilitet), men om det har høy risiko er det kun fremtiden som kan gi et svar på. Er Apple sin beta på 0.8 riktig i 2025 for de neste fem årene? Eller er Tesla sin beta på 1.7 riktig i 2028? I en verden der disruptjoner ødelegger analoge og stabile forretningsmodeller (typisk lav beta) også påvirke finansens historiske måte å beregne Beta på. Vi tror det.

DNB Disruptive Opportunities

Informasjon om fondet

Fondets utvikling frem til 31. juli 2025

Fund Characteristics (Retail A (N) NOK)	
Benchmark	MSCI World USD
Fund Market Value	1,134,427,609
Report Currency	NOK
Return Type	Net of Management Fee
Report Period	19/12/2019 - 31/07/2025
Share class NAV	251.39



Source: DNB Asset Management AS, as of 31 July 2025

The performance represented is historical. Past performance does not predict future returns.

DNB Asset Management

This is marketing communication. Please refer to the prospectus of the DNB Fund and to the KIID/KID of the relevant sub-fund before making any final investment decisions. DNB Asset Management AS and DNB Asset Management AS Luxembourg Branch. Webpage: <https://dnbam.com/en>. Historical returns are no guarantee of future returns. Future returns will, among other things, depend on market developments, manager's skill, the mutual fund's risk profile, as well as associated costs. The return may become negative as a result of a declining market values.

Yearly Returns, %	Fund	Index	Relative
YTD	13.6	0.0	13.5
2024	69.9	33.3	36.6
2023	21.3	27.6	-6.4
2022	-42.7	-8.6	-34.2
2021	16.6	25.5	-8.8
2020	64.0	12.9	51.1

* Period limited by start of period or fund inception.

Accumulated Returns, %	Fund	Index	Relative
3 Years	100.8	65.5	35.4
5 Years	119.8	116.2	3.6
Report Period	151.4	117.7	33.7

Annualized Returns, %	Fund	Index	Relative
3 Years	26.2	18.3	7.9
5 Years	17.1	16.7	0.4
Report Period	17.8	14.9	3.0

Annualized Risk Measures 3 Yrs, %**	Fund	Index
Volatility	27.2	12.6
Tracking Error	20.5	

Vi har svært bevisst valgt å ikke følge en spesialtilpasset indeks for innovasjon eller lignende. Det er både dyrt for andelseierne, lite transparent fordi en gjeng du aldri har møtt eller vet hvordan tenker setter opp en liste over aksjer de mener er disruptive og innovative. Den viktigste grunnen er imidlertid at slike spesialindekser vil underkommunisere risikoen og volatiliteten i fondet til både store og små andelshaveren. Typisk ville vår identiske portefølje «tryllet vekk» tracking error fra 15% til under 10% ved å følge bransjenormen om spesialindekser. Det skyldes at selve indeksen har en tracking error til det brede globale markedet som de aller fleste sammenligner seg med. Alle har et forhold til MSCI Global indeksene, men svært få har et forhold til spesialindeksene risk mot «markedet». Vi lever fint

med å måle oss mot MSCI World Growth fordi dette er en direkte og transparent kommunikasjon om risiko i forhold til «markedet» til andelshaverne våre. Å sammenligne DNB Disruptive Muligheter sin risk mot global indeks fond er lett fordi vi anvender MSCI Global Growth, med en spesialindeks hadde det vært svært vanskelig.

DNB Disruptive Opportunities

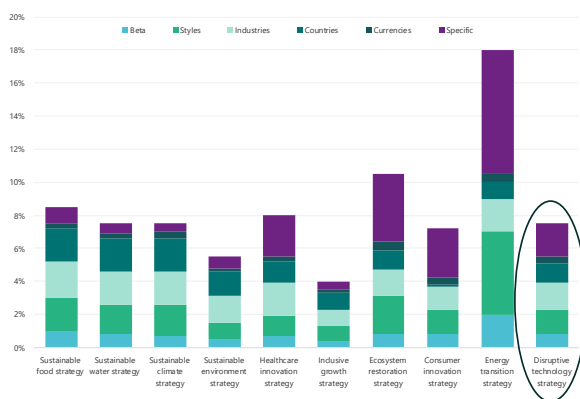
Tracking Error (TE) – «Med og uten filter»

Beskrivelse av tracking error og bakgrunn for valg av indeks

- Tracking Error (TE) måler forventet svingning mot en indeks
- MSCI World indeksen er «gullstandarden» for globale aksjer
- De fleste globale aktive og passive fond følger denne indeksen
- Transparent og lett forståelig for en investor
- DNB Disruptive muligheter følger MSCI World, og ingen sektor/tematisk benchmark som «tryller» vekk risiko i porteføljen
- Enkelt for investorer å måle risiko uten å mellomregne
- TE «uten filter» fra 16 til 8-10 «med filter» ? Fra høy til «vanlig» TE for sektor fond med filter
- Over tid det nok bli vanligere for globale sektor/tematiske fond å inkludere TE mot MSCI

Illustrasjon – BNP Paribas beregner (link under figuren)

Marginal contributions of systematic risk factors such as beta, styles, industries or countries to the tracking error and selected active thematic strategies relative to MSCI World Index



DNB Asset Management

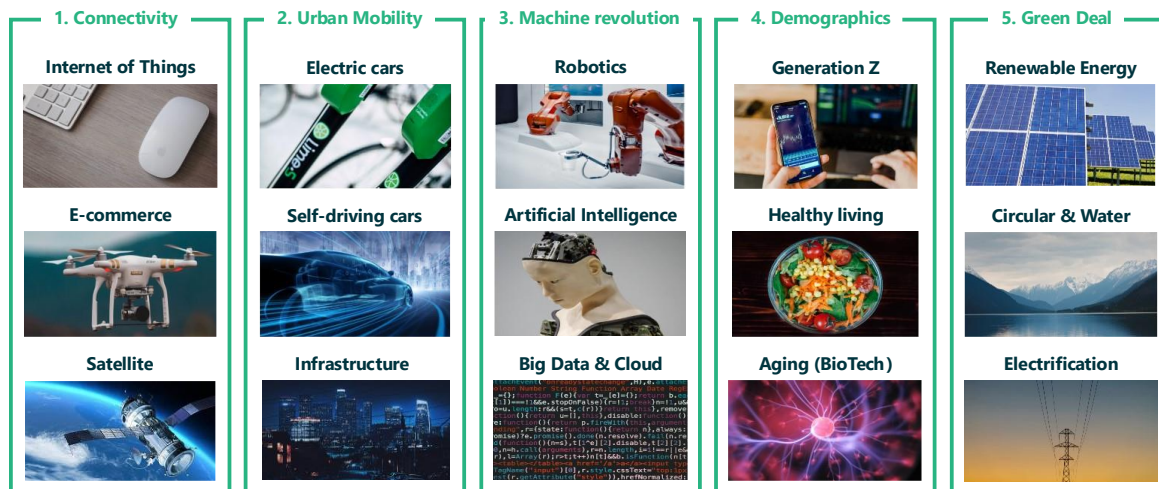
Source: <https://www.bnpparibas-am.com/en-hk/portfolio-perspectives/investing-in-megatrends-with-thematic-and-exchange-traded-funds-part-2/>
Marketing material dedicated to professional investors only. DNB Asset Management AS (Norway) and DNB Asset Management S.A. (Luxembourg). Webpage: <https://dnbam.com/en>

24

Da vi startet opp fondet på slutten av 2019 fortalte vi historien om det «disruptive tiåret» og definerte våre egne investeringskategorier. Vi kalte og kaller foilen under for vårt disruptive veikart.

Portfolio positioning

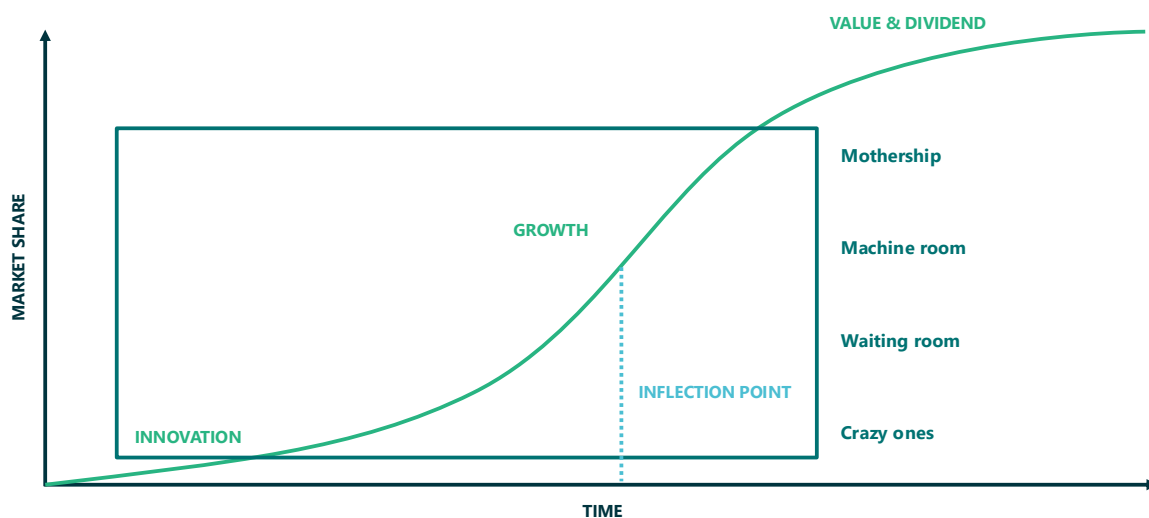
Identified five main themes of disruptive opportunities



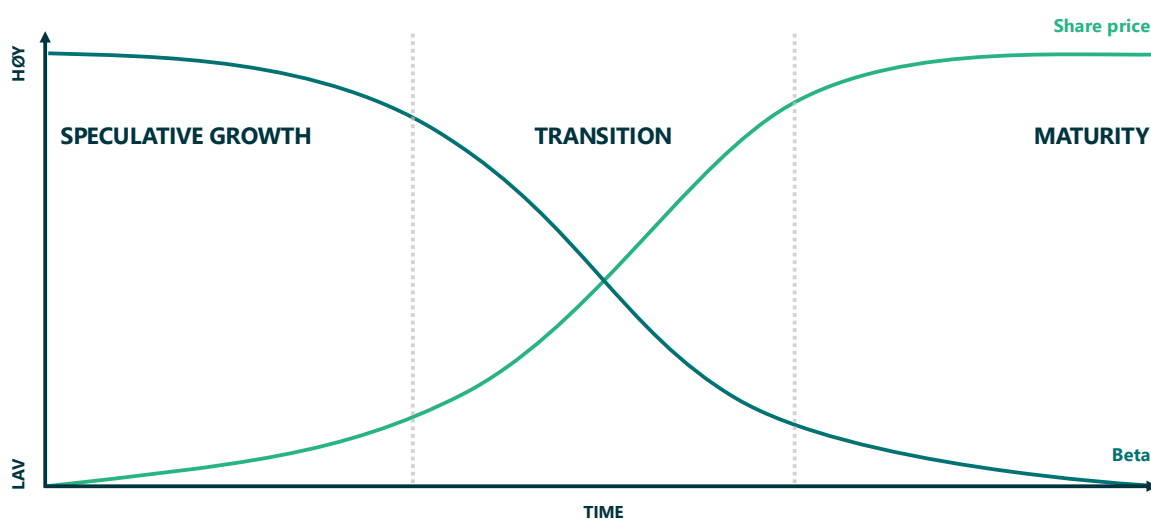
De fem investeringskategoriene og undergruppene har holdt seg svært bra, og i dag lever vi i S-kurver og disrupsjoner innenfor de fleste av disse kategoriene. Den gjennomsnittlige rådgiveren og investoren har ledd mye av droner, selvkjørende biler, software som skriver seg selv, maskinlæring, satellitter, elektriske helikoptere, AR-briller og stasjonære batterier. De som er under gjennomsnittet, ler sikkert fortsatt.

Vi har hatt mange selskaper som har gått **mange-gangern** de siste årene, og noen som har falt +90%. Slik tror vi det også kommer til å være de neste 5 årene. Det som skiller den første delen av det disruptive tiåret er at nå er det mange teknologier som har beveget seg fra «Proof of Technology» og «Proof of Business Model» og over i tidlig skalering (Early Scaling). Det er i denne perioden teknologiene blir synlige for alle, og konsekvensene blir etter hvert disruptive for industrier og samfunnsborgere. Selvkjørende biler vil transformere transportindustrien fra biler, trailere og busser til «transportation-as-a-service». eVTOL vil disruptere trafikk til og fra flyplasser og byene. AR-briller med digitale agenter vil utfordre måten, bruken av smarttelefoner. I tillegg vil stasjonære batterier stabilisere el-nettverket etter hvert som etterspørselen etter energi tar av pga. digitale og fysiske agenter, og satellitter vil gi hele den globale landsbyen tilgang til bredbåndstjenester på mobilen og PC'en.

S-kurven som investeringsstrategi



Et hovedpoeng som vi har illustrert er at risikoen for selskaper endrer seg etter hvert som de beveger seg ut av dødens dal, og over i skaleringsfasen. De klatrer på S-kurven. Når vi investerer i selskaper som vi tror er i en tidlig fase av S-kurven vil vi typisk investere små beløp, mellom 0,1% og 1% av porteføljen. Fordi disse selskapene har en høy sannsynlighet i forhold til etablerte selskaper til å gå konkurs eller ha verdi-ødeleggende emisjoner/gjeld. Disse selskapene kaller vi «*crazy ones*» (se S-kurven under).

Investing in declining β 

Etter hvert som de beveger seg til early scaling (EC) beveger de seg over i maskinrommet. Svært ofte har nå kursene steget og vi vil typisk også ha kjøpt flere aksjer fordi aksjen nå har «de-risket» gjennom Proof of Technology (PoT) og Proof of Business Model (PoBM). Denne kategorien kaller vi *Maskinrommet (Machine room)*. Selskaper i maskinrommet har typisk størrelser på 1% til 3%. Selskaper som er store, men fortsatt disruptive kaller vi *Mothership* og er ofte bredt akseptert av finfinans til å være et modent vekstselskap (tenk Mag 7) eller vi tror at finfinans vil definere det slik om ett år eller to. Størrelsen på posisjonene i slike selskaper er fra 3% til 9%. Selskaper som enten har gått mye opp, endret strategi eller vi er mer usikre på videre retning på selskapet og aksjen setter vi i kategorien *Heisen (Elevator)*. De aksjene skal vi enten øke eksponering mot eller de skal ut av porteføljen. Noen ganger kan selskap bevege seg fra *crazy ones*, via *maskinrommet* og opp til *mothership*. I 2023 og 2024 var f.eks Palantir (eid fra USD 12 ish til 160) en slik aksje. Etter at den ble inkludert i S&P 500 og Nasdaq 100 drev finfinans og passive fond aksjen så høyt at verdsettelsen ble for høy for oss. ASTS (gått ca. 2500% siste 18 mnd.) er et annet eksempel. Den startet som Crazy One, og er i dag plassert i *Mothership*. Lykkes de, og det er noen hvis'er, vil finfinans og etter hvert passive fond dra kursen videre fordi selskapet estimerte kontantstrøm og ROIC vil være svært høy i 2027-2028. Høy risk, men som aktive forvaltere følger vi med.

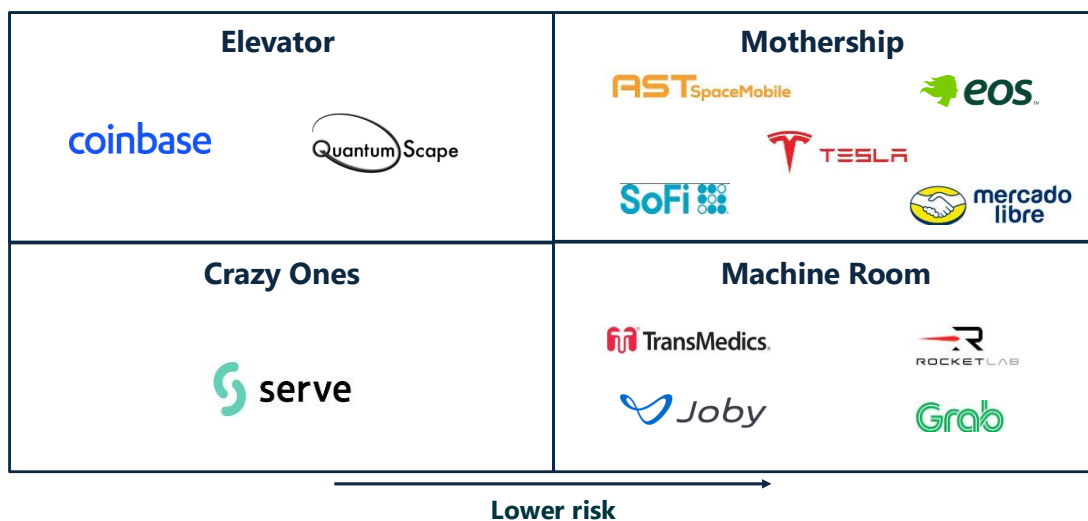
Vi sier ofte at de neste fem åra blir crazy, og at mange av disse disrupsjonene vi har diskutert i dette og andre perspektivnotater vil gjøre at store formuer bytter hender.

Vi runder av med en påminnelse om at vi aldri gir råd, bare deler perspektiver, informasjon og illustrerer måter vi jobber med våre disruptive investeringsstrategier. Det finnes mange andre og sikkert bedre perspektiver der ute.

Spør forvalteren eller rådgiveren din om deres perspektiver på fremtiden. Let og finn disse andre perspektivene og lær. For kunnskap om fremtidens endringer har aldri vært viktigere - tror vi da.

Størrelser og plassering av de 12 selskapene i mange-gangeren

Selskapene plassert i de ulike kategoriene ut i fra conviction og størrelse



Marketing material dedicated to professional investors only. DNB Asset Management AS (Norway) and DNB Asset Management S.A. (Luxembourg). Webpage: <https://dnbam.com/en>

2

Tusen takk for tiden.

Vi sees i fremtiden 😊