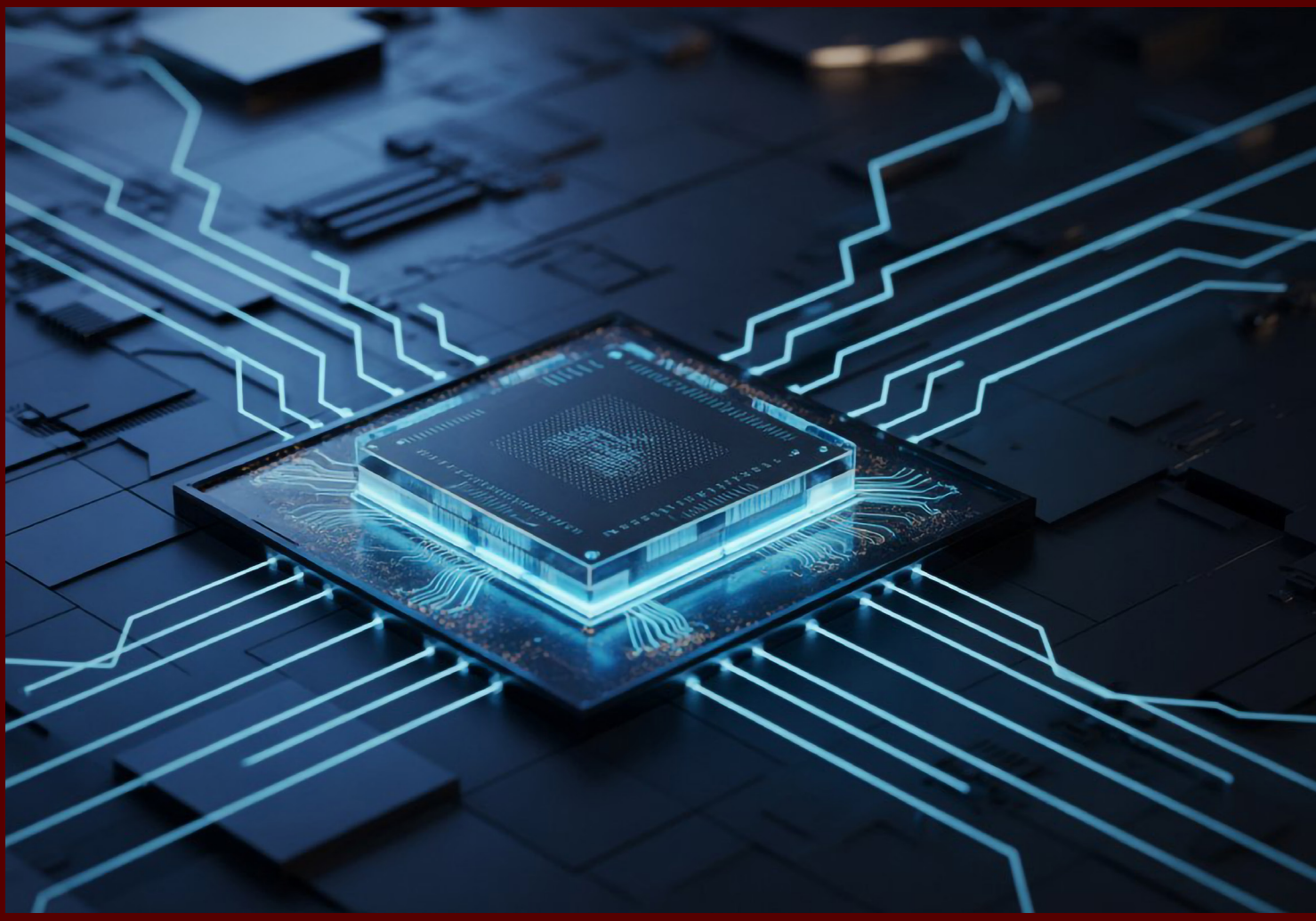
Storebrand



Anthropics börsnotering och vad den betyder för indexinvesterare

Skrivet av Index- och kvantteamet, Storebrand AM

18 november 2026

Innehåll

1. Inledning 3
2. Ett exceptionellt bolag till ett exceptionellt pris 5
3. Kan Anthropic behålla försprånget? 8
4. Free float, lock-up och indexinkludering 10
5. Kassaflöde utan kontroll 13
6. Så kommer Storebrand AM att handla Anthropic 14

Samtliga bilder: Shutterstock

1. Inledning



> Vi bedömer att Anthropics vallgrav är verklig, men den måste grävas på nytt för varje modellgeneration. Det liknar mer ett löpband än en borg.

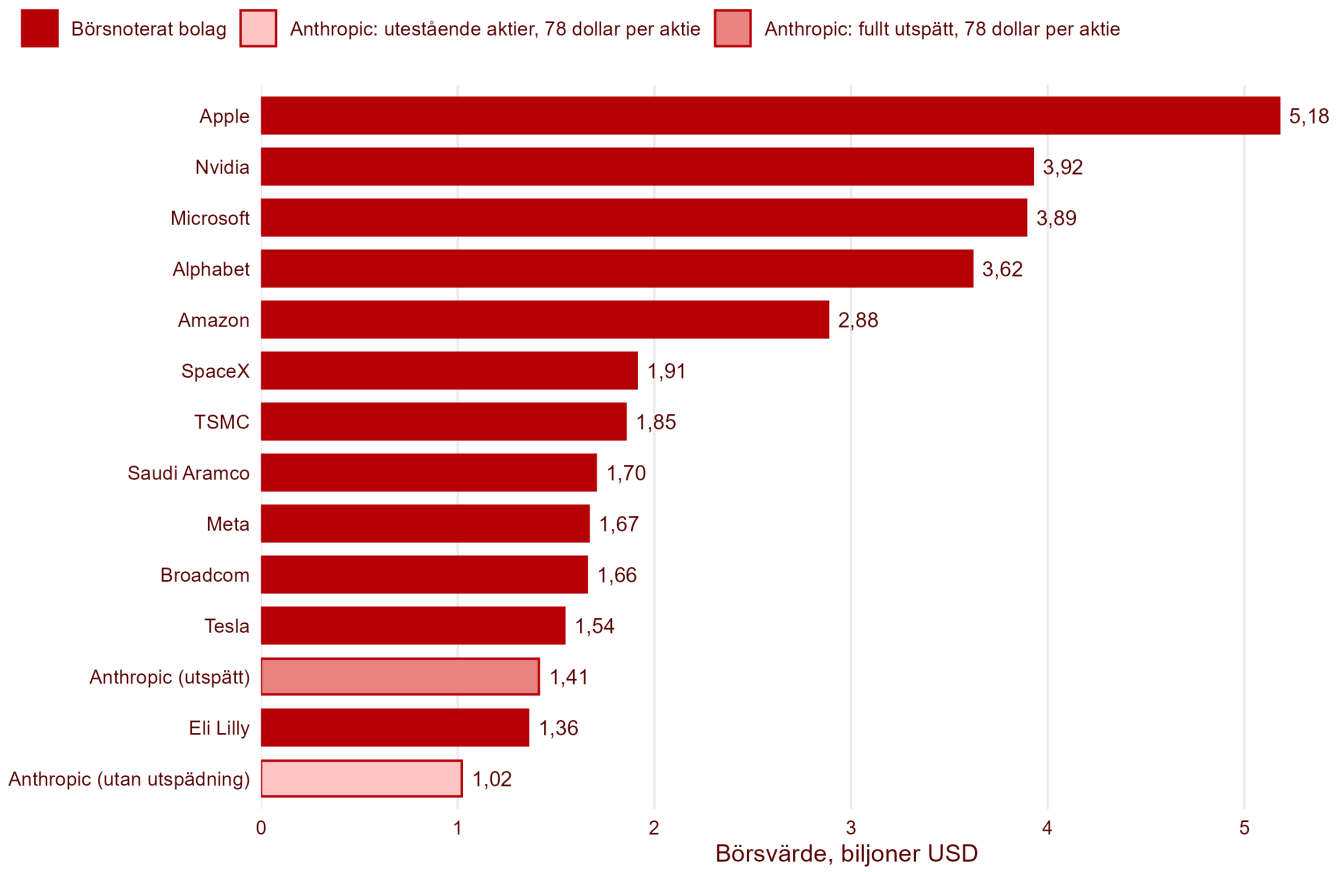
Lars Qvigstad Sørensen
Head of Index and Quant Strategies and Senior Portfolio Manager

I slutet av 2020 lämnade sju av OpenAI:s mest seniora medarbetare företaget för att grunda Anthropic. Den gängse berättelsen är att de var emot OpenAI:s kommersiella kursändring. Dario Amodei, i dag vd för Anthropic, säger att de trodde att AI mycket snabbt skulle bli betydligt kraftfullare och att säkerhetsarbetet måste hålla jämna steg. När han i juni fick frågan varför han lämnade var han mer rakt på sak: ”Varför bråka med någon när man inte delar samma vision och inte litar på dem?”

Nästan sex år senare ska företaget bakom Claude-modellerna till börsen under kortnamnet ANT. Namnet är blygsamt: ant betyder myra på engelska. Enligt prospektet (Form S-1/A, inlämnat den 10 november) ska aktien prissättas den 18 november, och handeln på Nasdaq inleds dagen därpå. Vid 78 dollar, toppen av prisintervallet, skulle bolaget enligt vår uppskattning värderas till omkring 1 410 miljarder dollar, räknat på samtliga aktier, optioner och konvertibla skuldebrev. Det skulle göra Anthropic till världens tolfte mest värdefulla börsnoterade bolag, strax före Eli Lilly. De 825 miljoner aktier som erbjuds är värda omkring 64 miljarder dollar, vilket skulle göra detta till den näst största börsnoteringen någonsin, efter SpaceX i juni. Sju teknikbolag, med Google och Nvidia i spetsen, köper dessutom onoterade aktier för ytterligare 26 miljarder dollar till samma pris, vilket innebär att totalt omkring 90 miljarder dollar tas in.



Figur 1: Anthropic bland världens största börsnoterade bolag



Noter: Börsvärde i tusen miljarder USD den 13 november 2026 (Saudi Aramco per stängningskursen den 12 november). Anthropic vid 78 dollar, toppen av prisintervallet, baserat på utestående aktier respektive fullt utspätt. Källor: Bloomberg, Anthropic Form S-1/A, egna beräkningar.

Precis som en myra måste ANT bära många gånger sin egen vikt. Aktierna som säljs till allmänheten motsvarar bara 6,3 procent av bolaget, och den lilla andelen ska bära upp en av de högsta värderingarna på marknaden. Efterfrågan ser stark ut. Erbjudandet uppges vara omkring sex gånger övertecknat, så vi utgår genomgående från toppen av intervallet. Bankerna kan till och med sätta priset över intervallet.

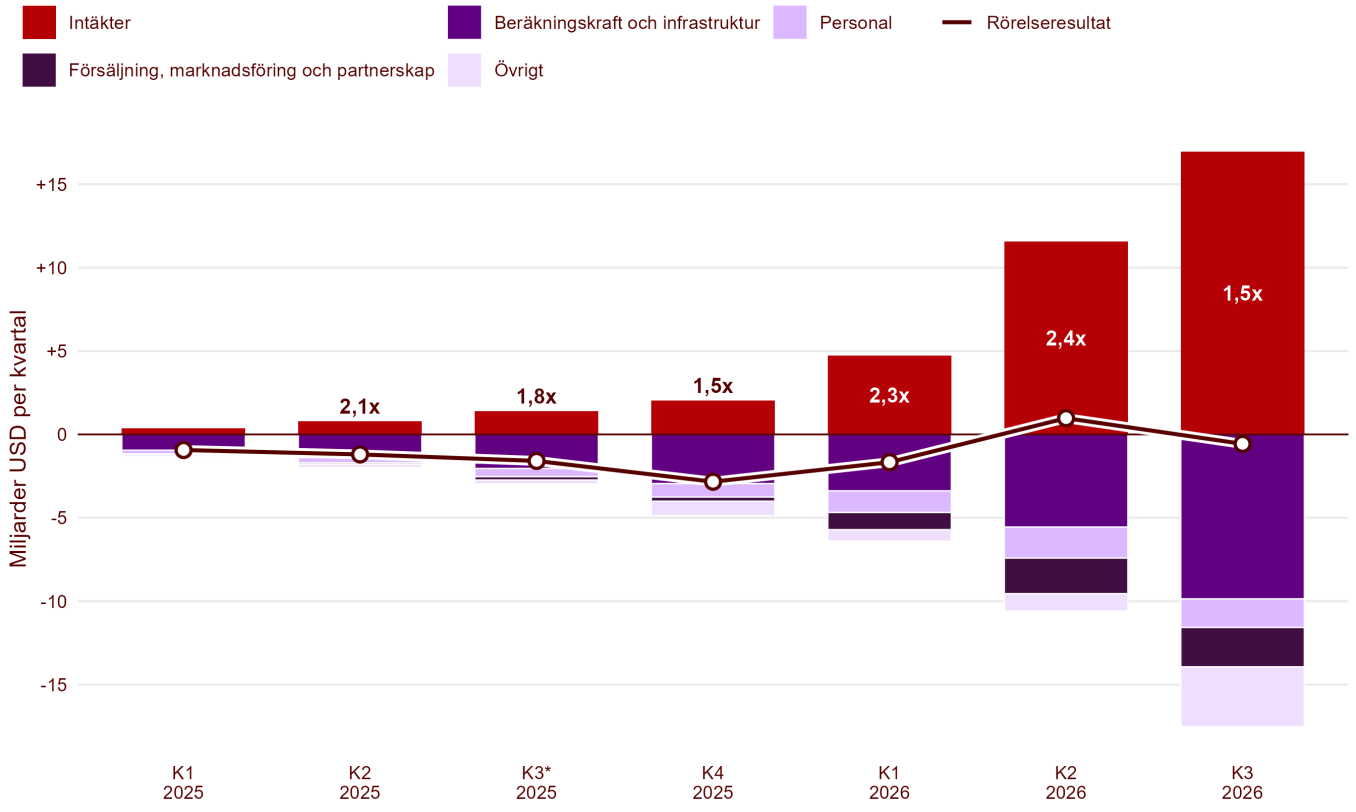
Storebrand AM:s indexfonder följer MSCI, som väntas ta in Anthropic den 30 november med en vikt på omkring 0,07 procent. Vikten är liten, men tidpunkten spelar roll. SpaceX visade att det kan bli dyrt att köpa under de första dagarna efter en notering. Precis som med SpaceX kommer vi att bygga upp vårt innehav gradvis i stället för att köpa allt samma dag som bolaget kommer in i indexet. Nedan går vi igenom bolaget, konkurrenterna och indexmekaniken, och därefter hur vi kommer att handla aktien.

2. Ett exceptionellt bolag till ett exceptionellt pris

Anthropic säljer tillgång till Claude, främst till företag som betalar efter användning. Produkten bakom den senaste tillväxtspurten är Claude Code, en AI-agent som skriver, testar och rättar programkod med begränsad tillsyn.

Tillväxten har varit exceptionell. Kvartalsintäkterna har blivit 45 gånger större på sex kvartal, från 376 miljoner dollar under första kvartalet 2025 till 17,0 miljarder dollar under tredje kvartalet 2026. Men tillväxten saktar in. Intäkterna ökade med 144 procent jämfört med föregående kvartal under andra kvartalet, och med 47 procent under det tredje. Farten finns dock kvar. Prospektet anger intäkter i årstakt på 81 miljarder dollar i slutet av oktober, en ökning med 10 miljarder dollar på en månad. Det måttet räknar om intäkterna under de senaste fyra veckorna till helårstakt och smickrar därför ett bolag i snabb tillväxt. Kostnaderna stiger också snabbt. Under tredje kvartalet ökade de med 6,9 miljarder dollar, mer än de 5,4 miljarder dollar i ökade intäkter, och enbart kostnaden för beräkningskraft steg med 4,3 miljarder dollar. Efter en liten rörelsevinst under andra kvartalet föll Anthropic tillbaka till en rörelseförlust på 0,6 miljarder dollar. Bolaget genererar ändå kassa. Kassaflödet från den löpande verksamheten var 6,6 miljarder dollar under årets första nio månader, och den stora redovisade förlusten beror nästan helt på en bokföringsmässig kostnad kopplad till konvertibla skuldebrev.

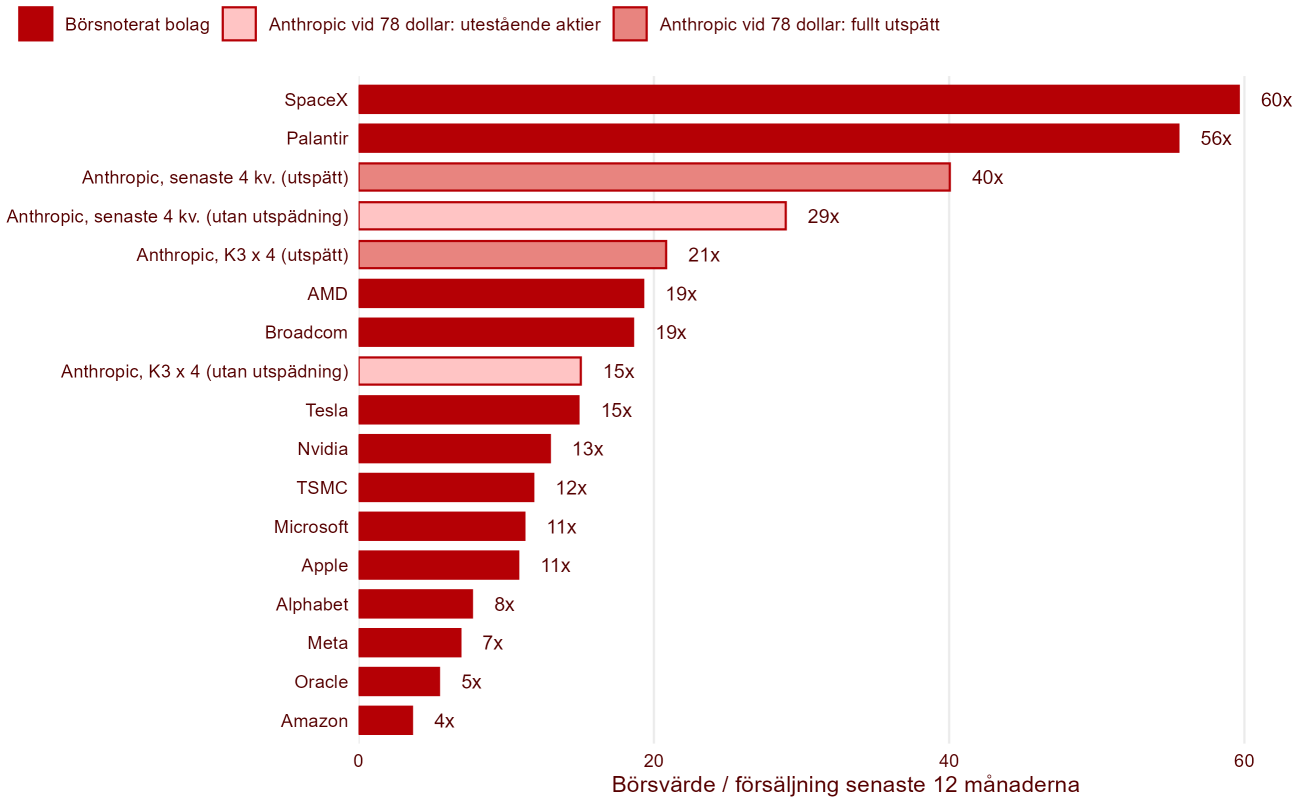
Figur 2: Anthropics kvartalsintäkter, rörelsekostnader och rörelseresultat



Noter: Miljarder USD, oreviderat. Siffran i varje intäktsstapel anger intäkterna som en multipel av föregående kvartal: 1,5x innebär att intäkterna ökade med 50 procent jämfört med föregående kvartal. *Exklusive förlikningen på 1,5 miljarder dollar i upphovsrättsmålet Bartz under tredje kvartalet 2025. Källa: Anthropic Form S-1/A.

Priset förutsätter att tillväxten fortsätter. Vid 78 dollar skulle Anthropic värderas till omkring 40 gånger försäljningen under de senaste fyra kvartalen. Nvidia handlas till 13 gånger försäljningen och Microsoft till 11 gånger försäljningen. Bara SpaceX och Palantir är dyrare. Dessutom kan multipeln få Anthropic att se billigare ut än bolaget är. All försäljning via molnpartner som Amazon och Google bokförs som egna intäkter, medan exempelvis OpenAI bara redovisar sin egen andel. Ett högre pris skulle göra multipeln ännu mer ansträngd. Vid de 1 500 miljarder dollar som nämnts i pressen skulle multipeln bli omkring 43 gånger försäljningen. Prospektet anger inget fullt utspätt värde, så siffran 1 410 miljarder dollar är vår egen uppskattning, baserad på det antal aktier, optioner och konvertibla skuldebrev som redovisas där.

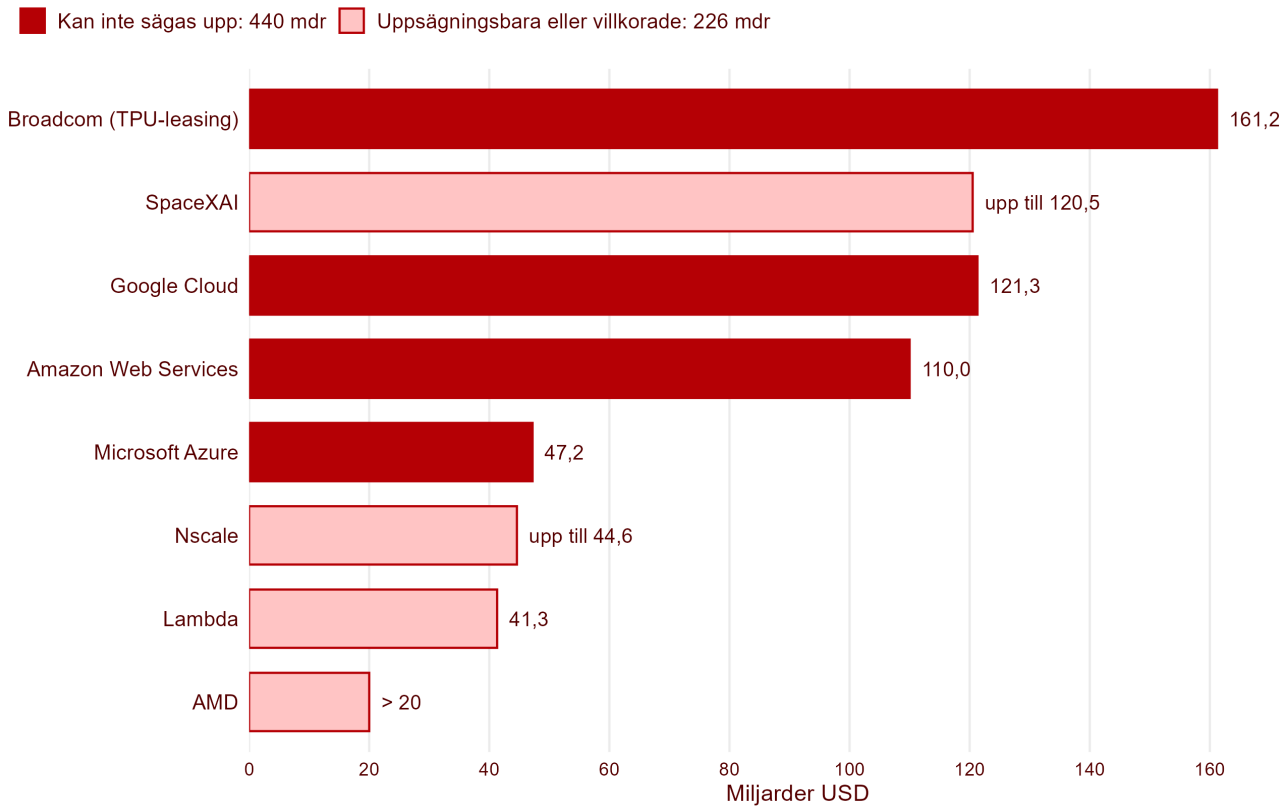
Figur 3: P/S-tal: Anthropic jämfört med noterade jämförelsebolag



Noter: Börsvärde dividerat med försäljningen under de senaste fyra kvartalen. Anthropic vid 78 dollar, baserat på utestående aktier respektive fullt utspätt. Källor: Bloomberg, Anthropic Form S-1/A, egna beräkningar.

Tillväxten har ett högt pris. Totalt har Anthropic åtagit sig att köpa beräkningskraft och datacenterkapacitet för omkring 900 miljarder dollar, varav ungefär hälften ska betalas efter 2030. De åtta huvudavtal som beskrivs i prospektet står för omkring 666 miljarder dollar av detta, med Broadcom, Google, SpaceXAI och Amazon som de största, och omkring två tredjedelar av det beloppet går inte att säga upp. Resterande omkring 235 miljarder dollar består av mindre hyresavtal och inköpsåtaganden. Flera av dessa leverantörer är också aktieägare, långivare och återförsäljare av Claude.

Figur 4: Anthropics namngivna åtaganden för beräkningskraft, per motpart



Noter: Miljarder USD. De åtta namngivna avtalen uppgår till omkring 666 miljarder dollar av de totala åtagandena på 900,9 miljarder. Källor: Anthropic Form S-1/A, klassificering enligt Bloomberg Economics.

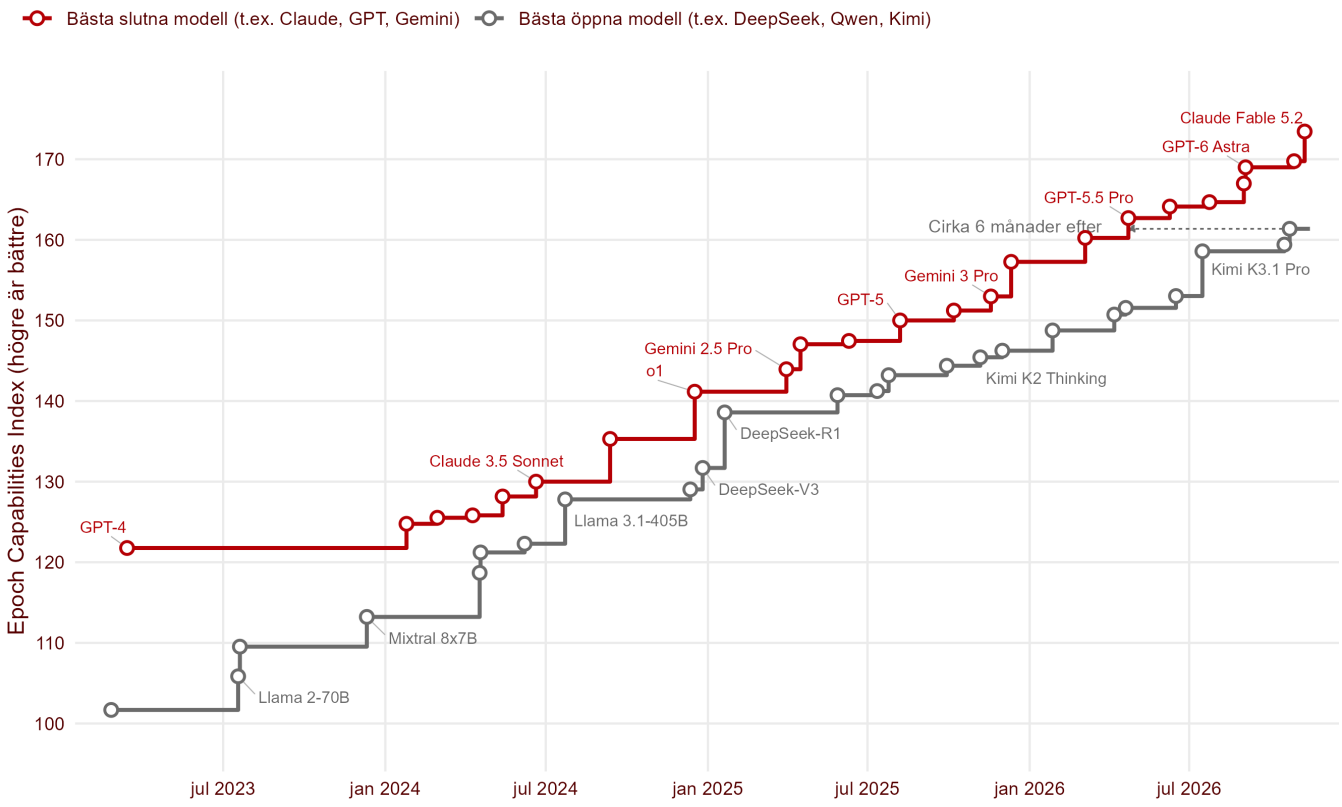
Varför börsnotera nu? Det uppenbara svaret är räkningen för beräkningskraft, eftersom börsen kan erbjuda kapital i en skala som privata investerare inte kan mäta sig med. Ett mindre smickrande svar är att det är bättre att sälja medan berättelsen om exponentiell tillväxt fortfarande går att berätta, och innan OpenAI noteras. Det finns också en politisk risk. Prospektet varnar för att föreslagen amerikansk lagstiftning öppnar för "möjligt förstatligande" av den mest avancerade AI:n. Där står också att det amerikanska krigsdepartementet (Department of War) har antytt att det kan använda nödbefogenheter för att tvinga Anthropic att häva förbudet mot att Claude används för autonoma vapen och massövervakning.

3. Kan Anthropic behålla försprånget?

Ett pris på 40 gånger försäljningen är bara rimligt om Anthropic kan fortsätta att ta ut premiumpriser i tio år eller mer. OpenAI och Google är de självklara konkurrenterna, men det allvarligare hotet kan vara gratisalternativen. Öppna modeller, som vem som helst kan ladda ned och köra själv, kommer främst från kinesiska AI-labb: DeepSeek, Alibabas Qwen, Moonshots Kimi och Zhipus GLM. Flera av dem anklagas för att ha tränat sina modeller på svaren från de ledande amerikanska modellerna, en metod som kallas destillering. När DeepSeeks R1 var i nivå med de bästa amerikanska modellerna i många tester i januari 2025 förlorade Nvidia nästan 600 miljarder dollar i börsvärde på en enda dag.

Hur långt efter ligger de? Epoch AI, en oberoende forskargrupp, väger samman fler än 50 jämförelsetester till ett samlat förmågeindex. Enligt våra beräkningar på deras data hamnar den bästa öppna modellen i dag, Moonshots Kimi K3.1 Pro från oktober, ungefär där OpenAI:s bästa modell låg i april, omkring sex månader tidigare. Eftersläpningen har legat mellan tre och åtta månader sedan mitten av 2025. De öppna labben har inte kommit ikapp, men de har inte heller halkat längre efter, och de slutna modellerna har just flyttat fronten igen: den 9 november gav Epoch Anthropics nya Claude Fable 5.2 ett rekordresultat, baserat på tester före lanseringen.

Figur 5: De bästa slutna och öppna AI-modellerna över tid



Noter: Epoch Capabilities Index. Eftersläpningen på omkring sex månader är vår egen beräkning, och resultatet för Claude Fable 5.2 är preliminärt. Källor: Epoch AI (data per den 15 november 2026), egna beräkningar.

Sex månader är lång tid inom AI men mycket kort tid i en värdering som blickar flera decennier framåt. Om en modell som är nästan lika bra som Claude alltid finns tillgänglig några månader senare för en bråkdel av priset, blir det Anthropic säljer i dag snabbt en billig standardvara. För att behålla marginalerna måste Anthropic hela tiden flytta fronten framåt.

Vi ser fyra kandidater till en vallgrav:

- Att vara bäst på det svåraste arbetet. De kunder som betalar mest använder Claude för långa, komplexa uppgifter, där färre misstag är värda betydligt mer än ett lägre pris och där avståndet till de öppna modellerna är störst.
- Skala. Att ligga i framkant kräver beräkningskraft för hundratals miljarder dollar, något som bara Anthropic, OpenAI, Google och ett fåtal andra har råd med. Åtagandena är både en del av vallgraven och den största finansiella risken.
- Förtroende och distribution. Stora företag och myndigheter vill ha säkerhet och support, och många är försiktiga med kinesiska modeller. Claude säljs via Amazon, Google och Microsoft, som de kunderna redan köper molntjänster från.
- Produkter och vanor. Verktyg som Claude Code skapar byteskostnader, men det här ser ut att vara den svagaste av de fyra. Tillväxten har avtagit, och The Economist rapporterar att OpenAI har tagit igen mark inom kodning.

Politiken spelar också roll. Anthropic har argumenterat starkt för skärpt exportkontroll av avancerade chip till Kina, vilket skulle bromsa de kinesiska labben. Nvidias medgrundare Jensen Huang argumenterade länge mot sådana kontroller. Han har nyss tvingats bort som vd efter avslöjanden om hans privatliv, bland annat en relation med en person med möjliga kopplingar till kinesisk underrättelsetjänst. Kongressen driver nu på för skärpta kontroller i försvarsbudgetlagen.

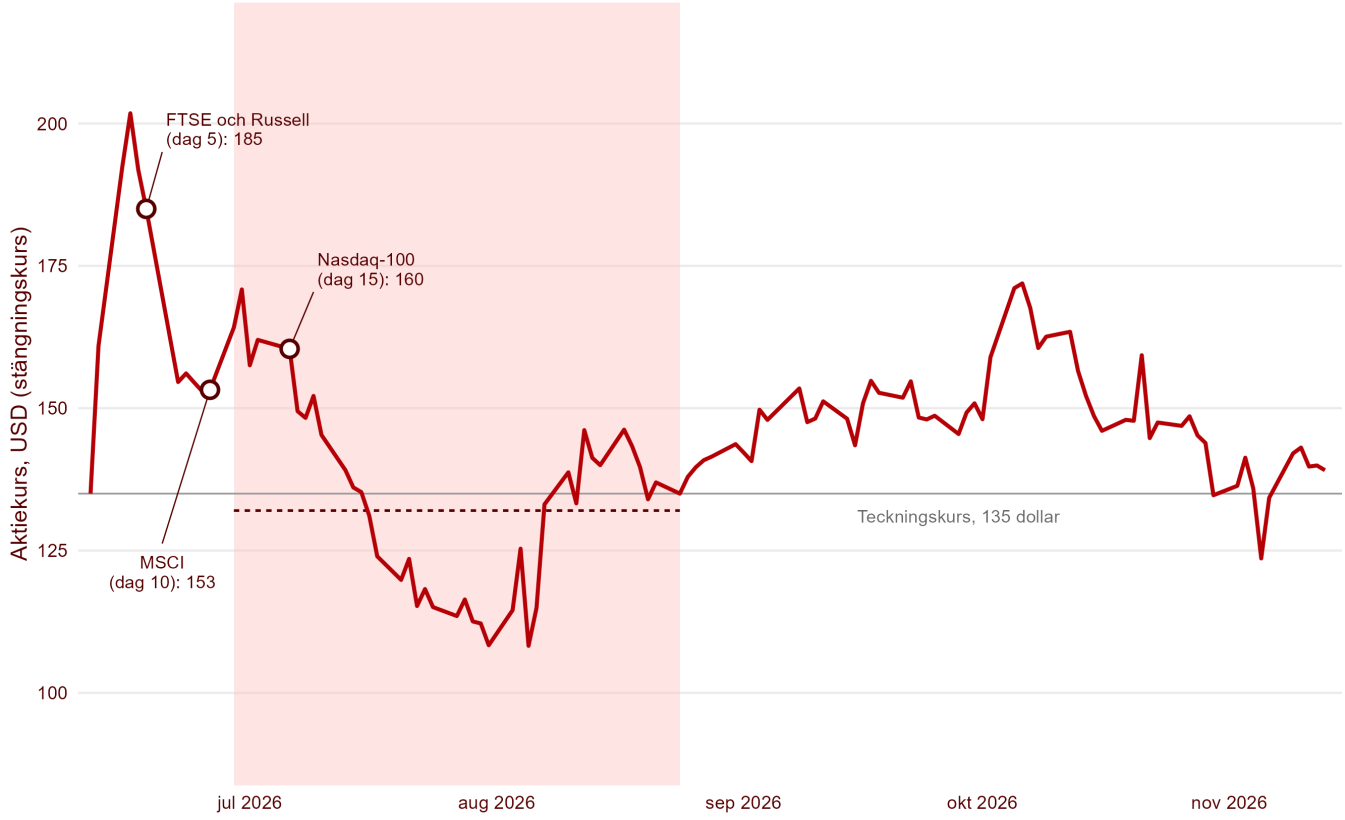
Vi bedömer att Anthropics vallgrav är verklig, men den måste grävas på nytt för varje modellgeneration. Det liknar mer ett löpband än en borg. Det är förenligt med ett mycket värdefullt bolag. Det är svårare att förena med ett pris som förutsätter att försprånget består.



4. Free float, lock-up och indexinkludering

För indexinvesterare spelar den dag ett bolag noteras mindre roll än den dag det kommer in i indexet, och hur stor del av bolaget som kommer in. SpaceX visade varför. Bolaget sålde omkring 5 procent av aktierna till 135 dollar styck i juni, och inom fyra dagar hade kursen nått 226 dollar. Flera indexleverantörer hade ändrat sina regler för att snabbt släppa in mycket stora noteringar. FTSE och Russell tog in SpaceX efter fem handelsdagar, till 185 dollar. Nasdaq-100 följde efter femton dagar och räknade den lilla andelen fritt omsättbara aktier (free float) som tre gånger så stor som den faktiskt var. MSCI väntade tio dagar, då kursen hade fallit till 153 dollar, och tog bara med de aktier som faktiskt gick att handla.

Figur 6: SpaceX-aktiens kurs och datum för indexinkludering



Noter: USD, daglig stängningskurs, 12 juni till 13 november 2026. Källa: Bloomberg.

Sedan tog de tvingade indexköpen slut. I början av augusti hade aktien fallit under teckningskursen. Investerare som köpte på FTSE:s och Russells inkluderingsdag har nu förlorat 25 procent, och de som köpte på MSCI:s inkluderingsdag 9 procent.

Ordningen blir en annan för Anthropic. Den femte handelsdagen infaller strax före den amerikanska helgen Thanksgiving, så FTSE Russell har skjutit upp inkluderingen till sina indexöversyner i december. HSBC räknar nu med att MSCI kommer först, den 30 november, även om MSCI ännu inte har bekräftat datumet. Sammanlagt kommer indexfonder att behöva köpa Anthropic-aktier för omkring 8,1 miljarder dollar under den första månaden, ungefär en åttondel av de aktier som erbjuds.

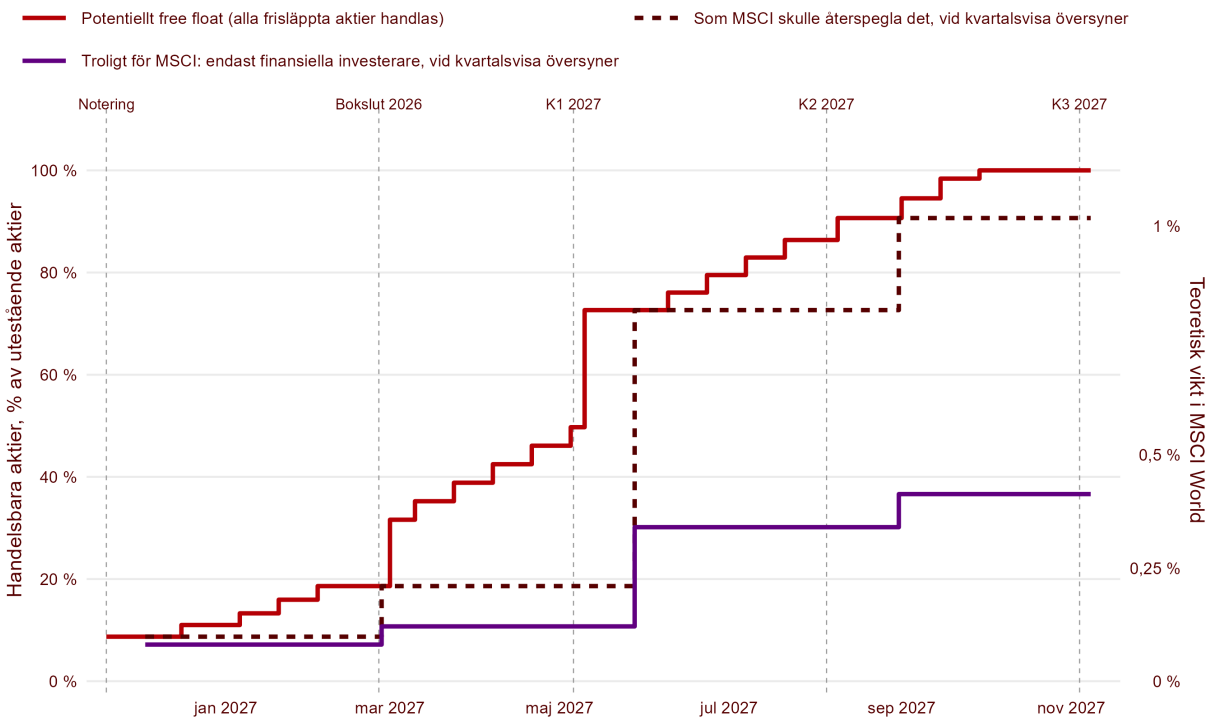
Tabell 1: Uppskattade indexfondsköp av Anthropic under den första månaden

Index	Inkluderingsdatum	Indexköp (mdr USD)
MSCI	30 november	1,7
Russell US	11 december	2,5
FTSE developed markets and Nasdaq-100	18 december	3,9
Total		**8,1**

Noter: Vid 78 dollar (HSBC:s uppskattningar vid mittpunkten 74 dollar, uppräknade till 78 dollar av oss). S&P 500 kräver minst ett år på börsen och ett positivt resultat, så en inkludering där dröjer minst ett år. Källor: HSBC Index Strategy (15 november 2026), FTSE Russell.

Startvikten på omkring 0,07 procent av MSCI World är liten. Den större frågan är vad som händer sedan. Anthropics insiders får sälja i 23 steg under 2027. I takt med att fler aktier blir omsättbara stiger indexvikten. Om alla ägare sålde allt skulle den närma sig 1 procent av MSCI World. Det är osannolikt. Omkring 60 procent av de låsta aktierna tillhör grundarna, strategiska partner som Amazon och Google samt en allmännyttig fond. MSCI räknar med sådana aktier först när de faktiskt säljs. Aktier som ägs av riskkapitalbolag och andra finansiella investerare, omkring 36 procent av de låsta aktierna, räknas från den första kvartalsöversynen efter att deras lock-up har löpt ut. Om bara de räknas med skulle Anthropics vikt i slutet av 2027 vara omkring 0,41 procent av MSCI World.

Figur 7: Anthropic: illustrativ free float i takt med att lock-up-perioderna löper ut, och implicit vikt i MSCI World



Noter: Den röda linjen förutsätter att alla frisläppta aktier handlas, och den streckade linjen visar hur MSCI skulle fånga upp det vid sina kvartalsöversyner. Den lila linjen är vårt mer sannolika scenario: bara finansiella investerares aktier räknas med, medan grundarna, de strategiska partnerna och den allmännyttiga fonden behåller sina aktier. En illustration, inte en prognos. Källor: Anthropic Form S-1/A, HSBC, egna beräkningar.

Trots all uppmärksamhet kring noteringen visar diagrammet att den 30 november inte är den viktigaste händelsen för indexinvesterare. De största frisläppningarna av låsta aktier kommer efter bokslutet i mars och rapporten för första kvartalet i maj, och båda infaller mellan MSCI:s översyner i februari och maj. I vårt mer sannolika scenario skulle MSCI i slutet av maj 2027 höja Anthropics free float från omkring 11 procent till omkring 30 procent i ett steg, och vikten i MSCI World från omkring 0,12 procent till omkring 0,34 procent, mer än fyra gånger vikten vid inkluderingen. Om alla frisläppta aktier handlades skulle hoppet bli från omkring 19 procent till 73 procent, och vikten skulle överstiga 0,8 procent. Oavsett vilket är det översynen i maj som indexinvesterare bör hålla ögonen på.

Det är så tidiga investerare tar hem sina vinster. Varje gång deras aktier kommer ut på marknaden stiger indexvikterna och indexfonderna måste köpa. Indexinvesterare kan bli den förutsägbara köparen när insiders säljer sig ur, vid de flesta av MSCI:s kvartalsöversyner under 2027. Aktierna i den riktade emissionen på 26 miljarder dollar omfattas inte av lock-up och kan säljas vidare sex månader efter köpet, eller tidigare om de registreras. De flesta av köparna säljer också chip eller beräkningskapacitet till Anthropic, så en del av det de betalar kommer tillbaka till dem som intäkter. Det är oklart när indexleverantörerna kommer att räkna dessa aktier som omsättbara.



5. Kassaflöde utan kontroll

Ett bolag som grundades av oro för att kommersiellt tryck skulle få AI-utvecklare att ta genvägar ska nu stå till svars inför aktieägare på börsen. Lösningen är en aktiestruktur som håller dessa aktieägare på armlängds avstånd. Anthropic kommer att ha fem aktieslag, och bara två av dem ger rätt till en andel av vinsten.

Tabell 2: Anthropics aktieslag

Aktieslag	Ägare	Röster	Andel av vinsten
A	Allmänheten och andra investerare	En per aktie	Ja
N	Främst strategiska partner	Inga	Ja
T	Long-Term Benefit Trust	Utser en majoritet av styrelsen	Nej
F	De sju medgrundarna, via ett bolag	50,1 % av alla röster	Nej
E	Övriga anställda	Endast vissa frågor	Nej

Noter: Förenklad sammanfattning av prospektet. Källa: Anthropic Form S-1/A.

Nyckeln är en enda F-aktie, som ägs av de sju medgrundarna och ger 50,1 procent av rösterna i de flesta frågor. I de flesta grundarkontrollerade bolag minskar kontrollen i takt med att grundarna säljer. Här ingår varje grundare i kontrollgruppen så länge grundaren behåller 2 procent av sitt aktieinnehav från börsnoteringen. En stiftelse (trust) vars ledamöter saknar ekonomiskt intresse i bolaget utser en majoritet av styrelsen, och ledamöterna väljer själva sina efterträdare. Anthropic är dessutom en public benefit corporation, ett bolag som enligt amerikansk rätt ska tjäna ett samhällsändamål vid sidan av ägarnas intressen, så styrelsen måste väga aktieägarnas intressen mot bolagets uppdrag. Uppdraget har också en direkt kostnad: 5 procent av aktierna går till en allmännyttig fond, och styrelsen kan tilldela fonden upp till 2 procent till varje gång aktiekursen stiger med ytterligare 50 procent från teckningskursen.

Anthropic är inte ensamt om det. SpaceX ger Elon Musk mer än 80 procent av rösterna med omkring 40 procent av aktierna. Båda bolagen säger i praktiken att deras uppdrag är för viktigt för att överlåtas åt aktieägarna. Men en uppdragsdriven styrelse är ingen garanti. År 2023 avskedade OpenAI:s ideella styrelse Sam Altman och tvingades återinsätta honom inom några dagar.

Nvidia har just visat vad alternativet kan åstadkomma. Få bolag var mer beroende av en enda person än Nvidia var av Huang, och styrelsen, full av hans vänner och affärspartner, drog sig i veckor för att agera. Men med principen en aktie, en röst står styrelsen till svars inför aktieägarna, och till slut tvingade den bort medgrundaren. I Anthropic skulle aktieägarna inte kunna göra detsamma.

För Storebrand AM är röstning och dialog med bolagen våra viktigaste verktyg som ägare. Vårt team för risk och ägarstyrning, som leder det arbetet, bedömer att Anthropics bolagsstyrning på viktiga punkter är bättre än SpaceX:s: en majoritet av styrelsen är oberoende, och aktieägarna har ett starkare juridiskt skydd. Ändå är styrningen inte tillfredsställande. Grundarkontrollen har ingen meningsfull tidsgräns, och aktieägarna på börsen har i praktiken ingen möjlighet att påverka vem som sitter i styrelsen eller hur strukturen utvecklas. Teamet bedömer bolagsstyrningen som en del av en bredare genomgång som omfattar AI-säkerhet, juridisk och politisk exponering, mänskliga rättigheter, integritet, cybersäkerhet, vapen och miljö.

Vi kommer ändå att rösta där vi kan och föra dialog med bolaget om hur det styr sig självt och sin teknik. Inget av detta är ett skäl att undvika aktien. Men det är ett skäl att betala mindre för samma vinster.

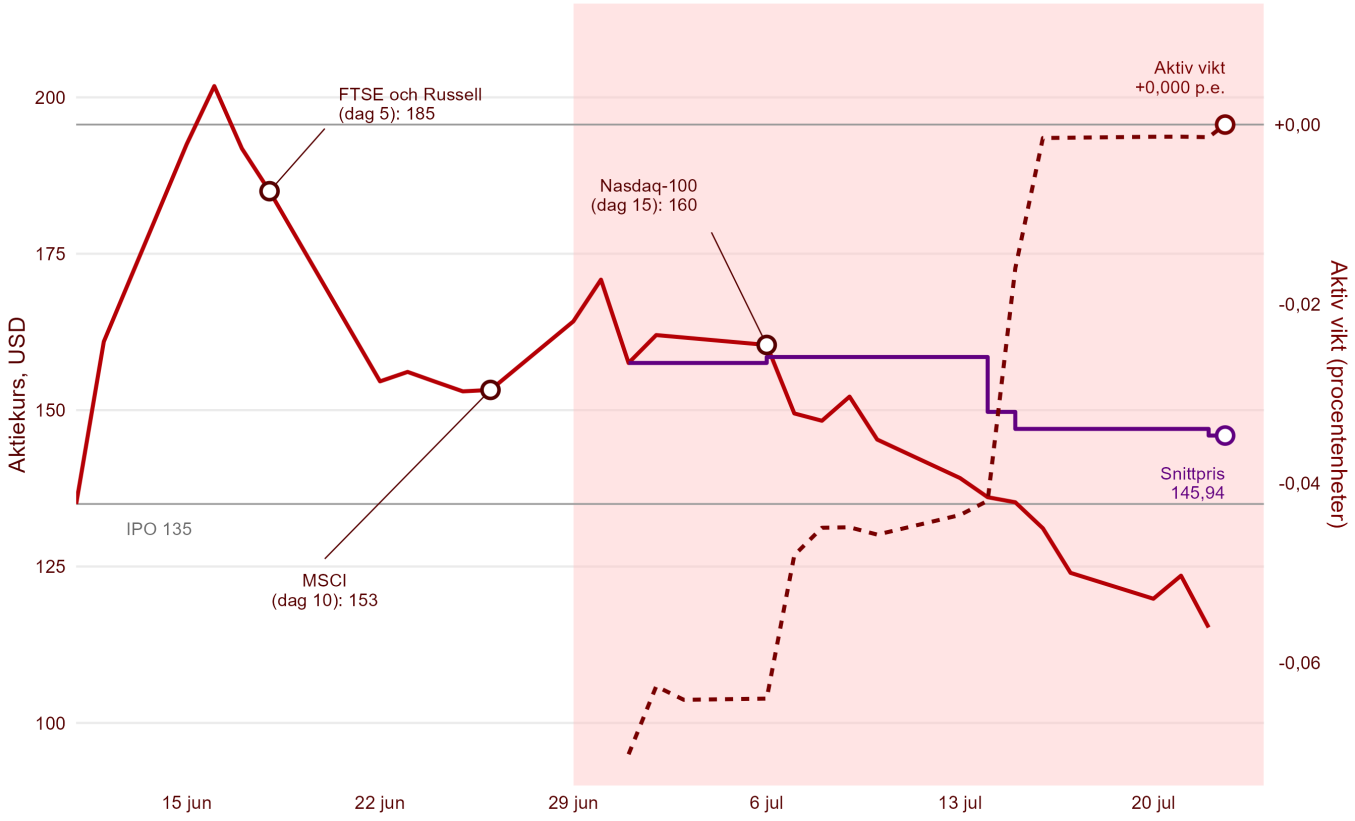
6. Så kommer Storebrand AM att handla Anthropic

Liksom de flesta norska indexförvaltare följer Storebrand AM MSCI-index. Om tidsplanen håller kommer Anthropic in i våra jämförelseindex den 30 november med en vikt på omkring 0,07 procent. Det är för lite för att påverka fondernas avkastning nämnvärt, även om vikten kommer att öka under 2027.

Tidpunkten för köpet betyder mer än vikten. Med en liten free float och en våg av indexfonder som måste köpa samma dag är kursen på inkluderingsdagen sannolikt tillfälligt hög. Därför kommer vi att hantera Anthropic på samma sätt som SpaceX. Från inkluderingsdagen kommer våra fonder att ha en lägre vikt än indexet, och vi bygger upp innehavet gradvis med nya kundinflöden, i stället för att sälja andra innehav för att köpa allt i en enda affär. Eftersom våra fonder redan avviker något från indexet genom våra hållbarhetsexkluderingar är vi inte skyldiga att följa varje indexförändring enligt indexleverantörens tidsplan.

Med SpaceX lönade sig arbetssättet. Vår globala indexfond nådde full indexvikt den 22 juli till ett genomsnittspris på 146 dollar per aktie, jämfört med 153 dollar på MSCI:s inkluderingsdag och 185 dollar för de tidigaste indexköparna. Med SpaceX:s låga vikt var besparingen blygsam, men den kom våra kunder till godo. Det kommer inte alltid att löna sig. Om aktien fortsätter att stiga blir en gradvis uppbyggnad dyrare. Men när det tvingade köptrycket är som störst är priset oftare för högt än för lågt.

Figur 8: Så köpte vår globala indexfond SpaceX



Noter: Aktiekurs, fondens genomsnittliga anskaffningskurs och fondens vikt i förhållande till indexet (procentenheter, höger axel).
Källor: Storebrand, Bloomberg.

ANT må vara ett blygsamt namn, men tillväxten, värderingen och räkningen för beräkningskraft är enorma. Detsamma gäller avståndet mellan ägarna och makten i bolaget. Priset förutsätter att bolaget fortsätter att växa snabbt och samtidigt ligger före billigare öppna modeller. Eftersom våra fonder följer MSCI, och eftersom vi använder omdöme när vi hanterar indexförändringar, räknar vi med att bygga upp kundernas exponering mot bolaget gradvis, utan att betala det pris som sätts när alla indexfonder köper samtidigt.



86196 11/2026

Innehållet i denna rapport är avsett som en service till marknaden och är framställt i informationssyfte. Innehållet i rapporten utgör inte investeringsrådgivning enligt lagen om värdepappersmarknaden eller rådgivningslagen om finansiell rådgivning till konsumenter. En fonds historiska avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i en fond kan öka eller minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta beloppet. Vi söker efter bästa förmåga att säkerställa att all information i denna presentation är korrekt, men vill reservera oss för eventuella fel och utelämnanden.

Mer information finns på www.storebrand.se/am. Klicka på fondlistan och välj den fond du är intresserad av. Där finns faktablad och informationsbroschyr.

Välkommen till storebrand.se/am eller ring kundtjänst på 08-614 24 50
Storebrand Asset Management AS Norge, filial Sverige.
Org.nr 516408-8402, SE-105 39 Stockholm