



Photo: SpaceX

# SpaceX-børsnoteringen og mekanismene bak indeksinkludering

Skrevet av Indeks- og kvantteamet, Storebrand AM

11. juni 2026

# Innhold

1. Innledning . . . . .	3
2. Tre selskaper i ett. . . . .	5
3. En verdsettelse løsrevet fra fundamentale forhold. . . . .	6
4. Fri flyt, innlåsing og indeksinkludering . . . . .	7
5. Økonomisk eierskap kontra stemmekontroll . . . . .	8
6. Hvorfor nå? . . . . .	8
7. What has to go right? . . . . .	9
8. Hva det betyr for indeksinvestorer . . . . .	9
9. Slik vil Storebrand AM handle SpaceX . . . . .	10

# 1. Innledning

“

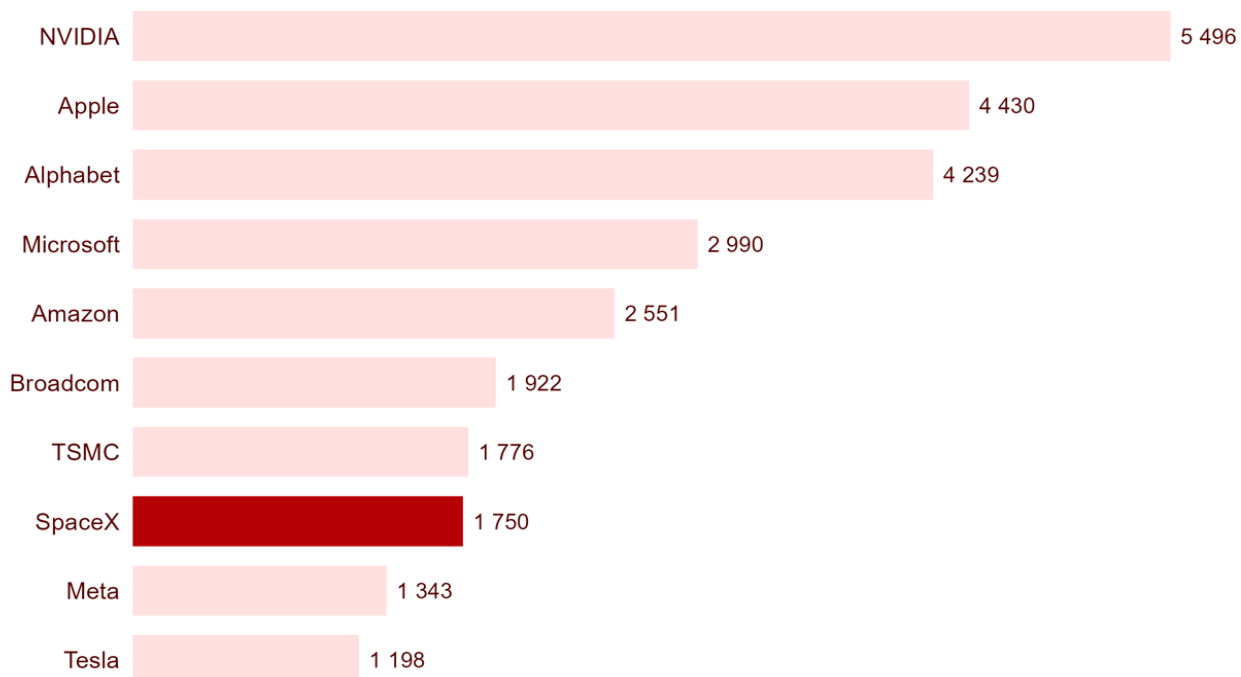
For de fleste investorer er det interessante spørsmålet neppe om SpaceX er et fremragende ingeniørselskap. Det er det åpenbart. Det interessante spørsmålet er strukturelt.

Lars Qvigstad Sørensen

Head of Index and Quant Strategies and Senior Portfolio Manager

Hvis du allerede mener at amerikanske teknologigiganter dominerer aksjemarkedet, har vi dårlige nyheter: det kommer mer. SpaceX, OpenAI og Anthropic planlegger alle å børsnoteres i år. Til sammen kan de hente inn et sted mellom 180 og 240 milliarder dollar – mer enn fire ganger hele det amerikanske IPO-markedet i første kvartal.

Den største av dem, til dagens verdsettelse, er SpaceX, som nå i praksis er tre selskaper i ett. Elon Musk fusjonerte først X (Twitter) inn i xAI, og slo deretter xAI sammen med SpaceX ved siden av Starlink. Ifølge prospektet vil noteringen bli den største børsnoteringen i historien med god margin, selv om kapitalinnhenting på 75 milliarder dollar utgjør mindre enn fem prosent av selskapets anslåtte markedsverdi på rundt 1 750 milliarder dollar. Planen er å utstede 555 555 555 aksjer til 135 dollar stykket, der Musk beholder nær 42 prosent av selskapet etterpå. Den eierandelen alene ville gjort ham til verdens første billionær.

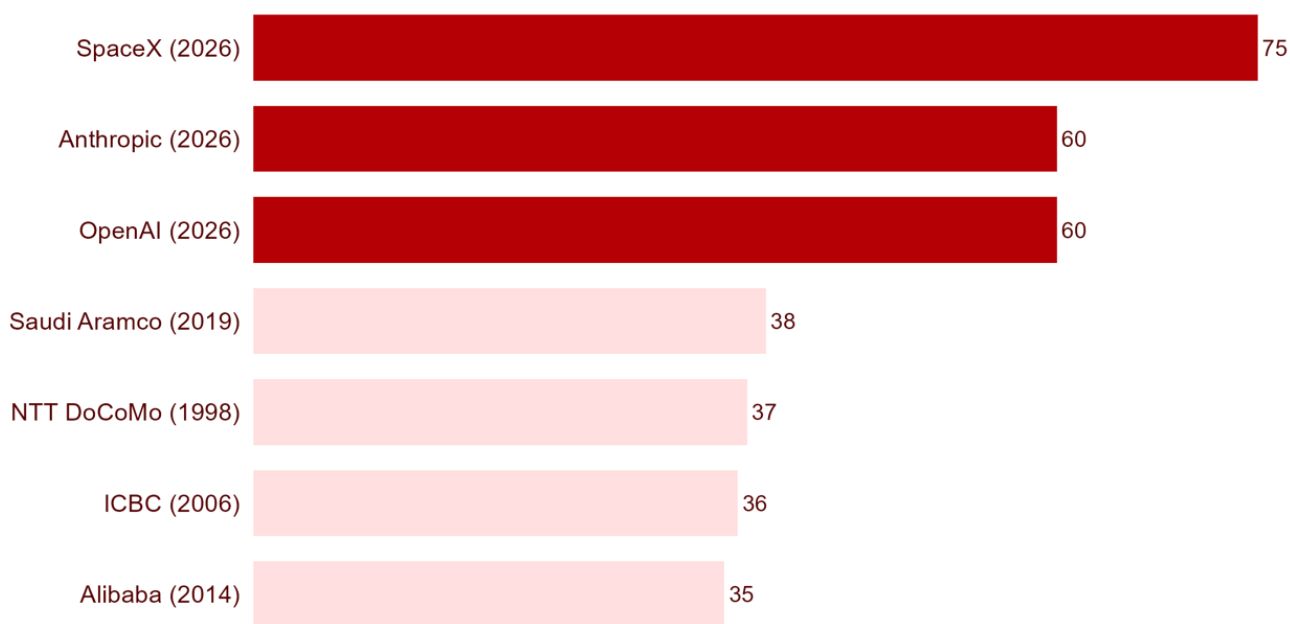


Noter: SpaceX er blant verdens største selskaper (markedsverdi, milliarder dollar). Markedsverdi per mai 2026; SpaceX-verdsettelsen er basert på forventet noteringskurs. Kilder: Bloomberg, SpaceX S-1.



For de fleste investorer er det interessante spørsmålet neppe om SpaceX er et fremragende ingeniørselskap. Det er det åpenbart. Det interessante spørsmålet er strukturelt. En svært liten fri flyt, en trinnvis innlåsing og rask indeksinkludering virker sammen og skaper en uvanlig markeds mikrostruktur der mekaniske kapitalstrømmer kan bety mer enn de fundamentale forholdene i selve virksomheten. Verdsettelsen skjerper bare poenget.

En hendelse av denne størrelsen reiser spørsmålet om hva den betyr for Storebrand AMs fond. Det korte svaret er beroligende: Storebrand AMs indeksfond er bygget på MSCI-indeks snarere enn Nasdaq 100, slik at den mest aggressive tvangskjøpsdynamikken rundt denne noteringen i stor grad går klar av oss, og der SpaceX faktisk kommer inn i vår referanseindeks, har vi til hensikt å håndtere det bevisst snarere enn mekanisk. Avsnittene som følger forklarer selskapet, verdsettelsen og indeksemeknikken, og avsluttes med hvordan vi vil handle aksjen.



Noter: De største børsnoteringene i historien (milliarder dollar, 2026-priser). Beløpene er inflasjonsjustert til 2026-dollar; estimatene er basert på rapporterte verdsettelser. Kilder: Bloomberg, Wikipedia.

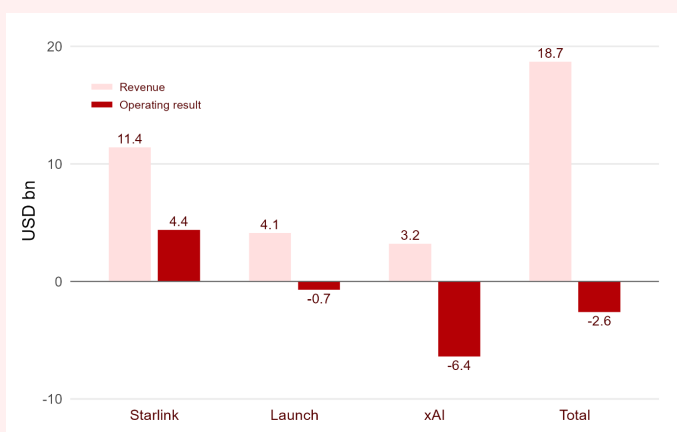
## 2. Tre selskaper i ett

SpaceX er i praksis tre svært ulike virksomheter: satellittinternett (Starlink), oppskytingsvirksomheten og kunstig intelligens (xAI).

**Starlink** er pengemaskinen. Den genererte 11,4 milliarder dollar i inntekter og 4,4 milliarder dollar i driftsresultat i 2025. Den uttalte ambisjonen er én milliard abonnenter i løpet av de neste femten årene, opp fra mer enn tolv millioner i dag fordelt på rundt 164 land.

**Oppskytingsvirksomheten.** Falcon-rakettene genererte 4,1 milliarder dollar i inntekter i 2025, med et driftstap på 0,7 milliarder. Falcon 9 frakter nær 90 prosent av all kommersiell nyttelast til bane, og SpaceX har fortrent Boeing som den største leverandøren av oppskytinger til NASA og Pentagon. Neste generasjons farkost, Starship, er ment å være fullt gjenbrukbar, men er fortsatt under utvikling.

**xAI:** Musk fusjonerte AI-selskapet sitt inn i SpaceX tidlig i 2026, og det er et pengesluk. Segmentet genererte 3,2 milliarder dollar i inntekter, men tapte 6,4 milliarder på driften. En stor andel av SpaceX' samlede investeringer i fjor gikk til AI-infrastruktur.



Noter: Starlink tjener mens xAI brenner penger. Inntekter og driftsresultat per segment i 2025 (milliarder dollar). Summene kan avvike på grunn av avrunding. Kilde: SpaceX S-1.

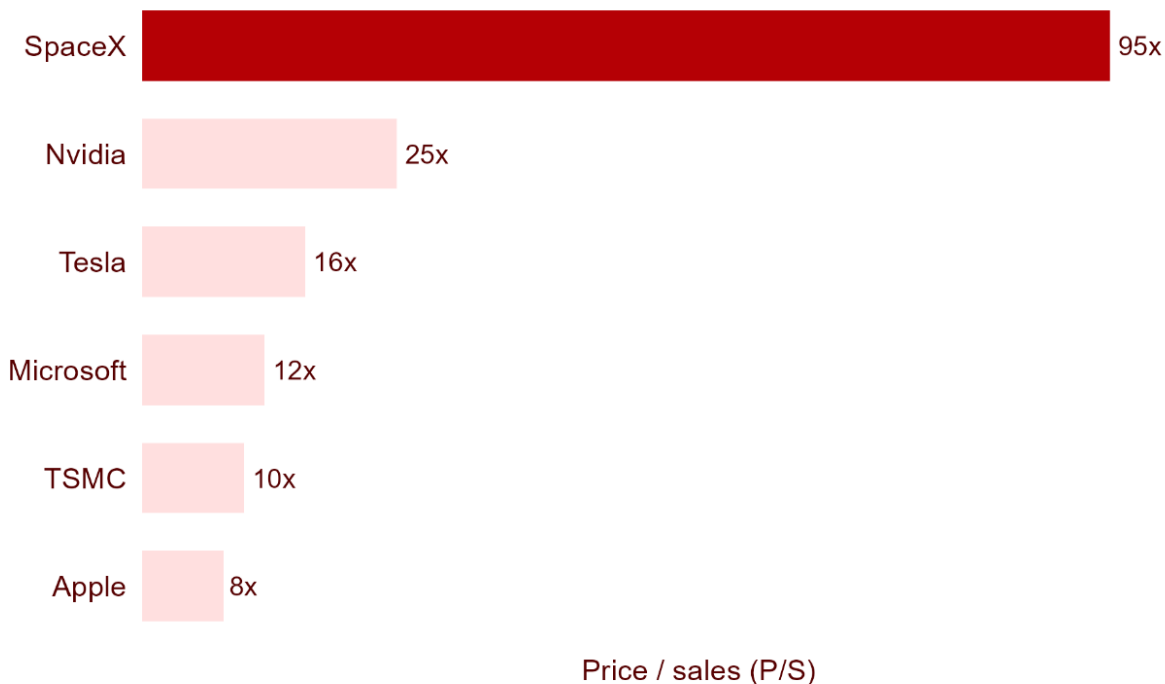
Til tross for Starlinks solide resultater taper SpaceX penger på rapportert basis, fordi enorme avskrivninger på satellitter og AI-infrastruktur spiser opp overskuddet. Sagt rett ut: xAI ser ut til å bruke alt Starlink bringer inn, og litt til.

Ingenting av dette bør tilsløre et grunnleggende poeng: SpaceX er ikke et selskap uten reelle virksomheter. Det har ekte og varige konkurransefortrinn. Innen oppskyting ligger det år foran enhver konkurrent, med gjenbrukbare raketter som har gitt det en kostnadsposisjon ingen andre i dag kan matche, og et tilnærmet monopol på kommersiell nyttelast til bane. Innen satellittinternett gir Starlinks konstellasjon og oppskytingstakt et forsprang som rivaler ville trenge år og enorme mengder kapital for å nærme seg – om de i det hele tatt kunne. AI-virksomheten er mer tvilsom, og ambisjonen om databehandling i bane er uprøvd. Men kjernen i selskapet gjør ting ingen andre kan levere i dag, og trolig ikke vil kunne på en god stund. Debatten handler derfor ikke om hvorvidt SpaceX er et bemerkelsesverdig selskap. Den handler om hvorvidt selv et bemerkelsesverdig selskap kan forsvare denne prisen.

### 3. En verdsettelse løsrevet fra fundamentale forhold

S-1-dokumentet viser at det SpaceX egentlig bringer til markedet, er infrastruktur. SpaceX bygger raketter og satellittinternett, og vil nå bygge datasentre i verdensrommet. Selskapet posisjonerer seg som en leverandør av AI-infrastruktur snarere enn som nok en deltaker i kappløpet om å bygge frontmodeller. Med andre ord selger det hakker og spader i stedet for å grave etter gull selv.

Inntil videre må inntektene komme fra jorden, men verdsettelsen ser ut til å ha forlatt jordens tyngdekraft. Med rapporterte inntekter på 18,67 milliarder dollar er SpaceX priset til om lag 95 ganger salget, noe som er ekstremt sammenlignet med for eksempel Taiwan Semiconductor, verdens dominerende brikkeprodusent. Da Google ble børsnotert i 2004, ble selskapet verdsatt til rundt ti ganger de siste tolv måneders inntekter; Tesla ble notert til om lag femten ganger. Hvis SpaceX er en infrastrukturleverandør, er den multipplene vanskelig å forsvare uten en betydelig «Muskvers»-premie.



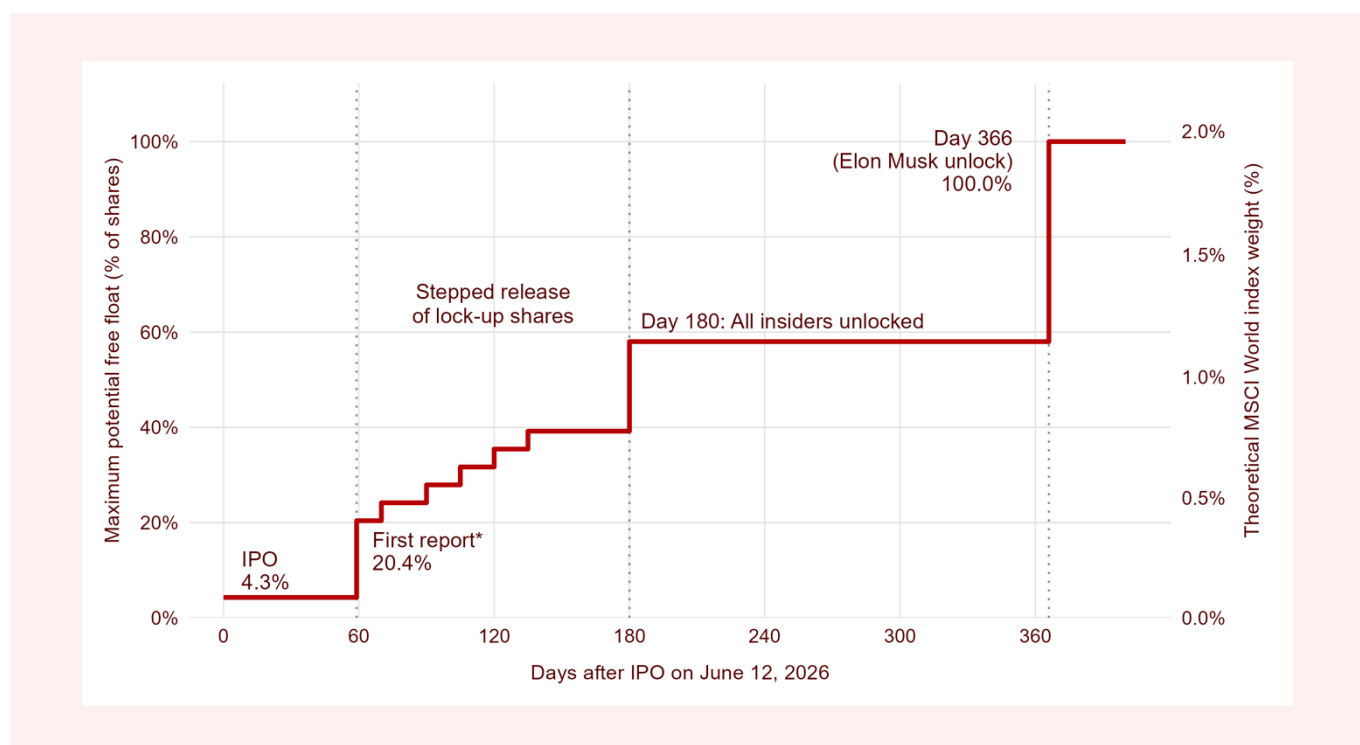
Noter: En verdsettelse i bane. Pris/salg-multipler sammenlignet med infrastrukturlikemenn og AI-rivaler. Kilder: Bloomberg, SpaceX S-1.

Uavhengige analytikere er skeptiske til hovedtallet. Morningstar har anslått virkelig verdi til rundt 780 milliarder dollar, satt sammen av om lag 611 milliarder for oppskytings- og Starship-divisjonene og rundt 180 milliarder for AI-divisjonen. Det etterlater et gap på nesten 1 000 milliarder dollar opp til IPO-målet på 1 750 milliarder. Brorparten av forskjellen hviler på fortellingen om databehandling i bane: ideen om å plassere solcelledrevne datasentre i verdensrommet. Prospektet selv innrømmer at dette er «en utrolig vanskelig utfordring» som ville kreve tusenvis av oppskytinger i året, og at ingen noensinne har driftet AI-databehandling i bane. På dette stadiet leses det mer som et vitenskapelig eksperiment enn en ferdig forretningsplan.

## 4. Fri flyt, innlåsing og indeksinkludering

Noteringen er strukturert som en kapitalforhøyelse på 75 milliarder dollar, men det viktigere tallet er hva som blir omsettelig etterpå. Den frie flyten ved notering er bare om lag 4,3 prosent av selskapet. Resten styres av en innlåsningsstruktur som bestemmer når insidere kan selge.

Standardordningen ved en børsnotering er en innlåsing på 180 dager. SpaceX har i stedet valgt en trinnvis struktur. Allerede etter den første kvartalsrapporten kan insidere selge 20 prosent av sine kvalifiserte aksjer, med ytterligere 10 prosent frigjort dersom aksjen handles minst 30 prosent over noteringskursen. Ytterligere transjer på rundt syv prosent hver frigjøres deretter på dag 70, 90, 105, 120 og 135, mens Musk og enkelte store investorer forblir innlåst til dag 366. Figuren under følger den maksimale potensielle frie flyten langs denne banen, og leser den av som en teoretisk vekt i MSCI World-indeksen på høyre akse.



Noter: Potensiell fri flyt etter børsnoteringen og den trinnvise innlåsing. \*Illustrativ maksimalbane; den første rapporten er satt til dag 59, og de betingede ekstra 10 prosentene forutsetter at kursen er minst 30 prosent over noteringskursen. Høyre akse viser den implisitte teoretiske MSCI World-vekten til dagens markedsverdier, forutsatt at flyten går inn i indeksen umiddelbart. Endepunktet nær 2 prosent er et maksimum som ville kreve at Musk selger hele sin eierandel, noe som er nær umulig. Kilder: SpaceX S-1, FT Alphaville, The New Yorker.

For kundene er det høyre akse som er det slående. Til dagens markedsverdier starter den teoretiske MSCI World-vekten under én tidels prosent ved notering, og klatrer langs denne maksimalbanen mot om lag 2 prosent i løpet av et år etter hvert som flyten utvides. Den banen er et tak snarere enn en prognose: den behandler flyten som om den går inn i indeksen i det øyeblikket den blir fri, mens MSCI rebalanserer bare kvartalsvis, og den forutsetter at Musk til slutt skiller seg av med alle aksjene sine, noe han høyst sannsynlig ikke vil gjøre.

Det er her struktur møter mekanikk. Nasdaq innførte nylig regler for «hurtiginntak», muligens for å vinne SpaceX-noteringen fra rivalen NYSE. SpaceX kan derfor tas inn i Nasdaq 100 etter femten dager. I tillegg ser Nasdaq 100 ut til å gi SpaceX en indeksvekt rundt tre ganger høyere enn fri flyt alene skulle tilsi. MSCI har også regler for hurtiginntak for svært store selskaper, som SpaceX, men veker bestanddelene etter fri flyt, i motsetning til Nasdaq.

Kombinasjonen av en kort, trinnvis innlåsing og rask indeksinkludering virker som en overføringsmekanisme. Tidlige investorer sitter på godt over 1 000 milliarder dollar i urealiserte gevinster. Etter hvert som innlåsing løses opp trinnvis, øker antallet omsettelige aksjer, den frie-flyt-justerte indeksvekten stiger med den, og passive fond er mekanisk forpliktet til å kjøpe nettopp de aksjene innsidene frigjør. I praksis må fond som replikerer en indeks nøyaktig, kjøpe til markedskurs, uansett hva den måtte være, og kan dermed tilby exit-likviditet til innsidene.

## 5. Økonomisk eierskap kontra stemmekontroll

Det er én asymmetri til verdt å utdype. SpaceX noteres under en struktur med to aksjeklasser: Klasse B-aksjene Musk eier, har ti stemmer hver, mens Klasse A-aksjene som selges til publikum, har én. Ifølge S-1/A eier Musk rundt 42 prosent av egenkapitalen, men om lag 82,4 prosent av stemmene, fallende til rundt 40,5 prosent av egenkapitalen etter noteringen.

Forholdet ti-til-én er mektigere enn det først ser ut. Dersom publikum bare eier Klasse A-aksjer med én stemme, trenger Musk bare i overkant av ni prosent av selskapet i Klasse B-aksjer for å beholde stemmeflertallet. Regnestykket er enkelt: han har flertall av stemmene dersom han eier rundt 9,1 prosent av selskapet gjennom sine Klasse B-aksjer. I praksis betyr dette at han over tid kunne selge ned det aller meste av sin økonomiske interesse og fortsatt kontrollere enhver beslutning selskapet tar.

For indeksinvestoren er ikke poenget abstrakt. Aksjene som passive fond mekanisk er forpliktet til å kjøpe etter hvert som flyten vokser, er Klasse A-aksjer med i praksis ingen styringsvekt. Kjøpere får økonomisk eksponering mot et selskap de ikke har noe å si over, mens kontrollen forblir hos en gründer som i prinsippet kan realisere det meste av eierandelen sin uten å løsne grepet. Det er verdt å legge til at selve børsnoteringen utelukkende er en emisjon av nye aksjer: inntektene går til SpaceX, og ingen innsidere selger ved noteringen. Innsidesalget kommer senere, gjennom den trinnvise innlåsing beskrevet over, som er nøyaktig når indeksvekten stiger.

## 6. Hvorfor nå?

En teori er at Musk vil komme rivalen Sam Altman i forkjøpet og trekke kapital ut av markedet for AI-noteringer før OpenAI og Anthropic rekker det. Tidspunktet kan også gjenspeile noe annet: alle tre selskapene kan være nær toppen av sin akselerasjonskurve. Den eksplosive veksten innen AI, særlig hos Anthropic, kan avta når bedriftskunder begynner å stille tøffere spørsmål om avkastningen på AI-investeringene sine. I så fall er det rasjonelt å notere nå, mens fortellingen om eksponentiell vekst fortsatt kan fortelles.

Det finnes også en enklere forklaring. SpaceX, Anthropic og OpenAI har alle enorme kapitalbehov, og ambisjonene i verdensrommet vil kreve enda mer. Private markeder har sine grenser. En børsnotering gir tilgang til gjentakende kapital i en skala private emisjonsrunder ikke kan matche.

## 7. Hva må gå riktig?

SpaceX er priset for en fremtid der nesten alt fungerer, noe som er krevende gitt ambisjonsnivået. Starship må fly pålitelig, Starlink må vokse mot én milliard abonnenter, og datasentre i verdensrommet må vise seg kommersielt levedyktige. SpaceX hevder at det store flertallet av det adresserbare markedet på 28 500 milliarder dollar er AI-relatert, hovedsakelig gjennom rombasert infrastruktur. For å forsvare en verdsettelse på 1 750 milliarder dollar må de orbitale datasentrene levere. Uten dem er SpaceX et sterkt satellittselskap med et kostbart AI-laboratorium på slep.

Tilretteleggerkulturen rundt transaksjonen demper i liten grad optimismen. Goldman Sachs, hovedtilrettelegger, skal angivelig ha anslått at SpaceX' AI-inntekter vil stige mer enn hundre ganger over fem år.

## 8. Hva det betyr for indekstinvestorer

Som de fleste nordiske indeksfondsforvaltere følger Storebrand AM MSCI-indeks, ikke Nasdaq. Når SpaceX tas inn i MSCI All Country- eller MSCI World-indeksen med en fri-flyt-vekt i slutten av juni, vil den ha en vekt godt under ti basispunkter gitt dagens verdsettelse. Det er ikke nok til å påvirke avkastningen vesentlig, selv om vekten vil stige etter hvert som insidere får selge, slik det er illustrert over.

Vi har også større frihet enn rene replikerende fond. Fordi vi allerede avviker fra referanseindeksen gjennom våre bærekraftseksklusjoner, er vi ikke forpliktet til å følge enhver indeksendring fullt ut. Vi trenger ikke kjøpe SpaceX etter innsidernes tidsplan, og heller ikke i det øyeblikket andre indeksforvaltere tvinges til å kjøpe, noe som ofte er dårlig timing.

Skulle SpaceX-verdsettelsen vise seg å være en umiddelbar boble, vil regningen i hovedsak betales av Nasdaq 100-fond og av småsparere som tror på Musk – ikke av MSCI-baserte fond som våre. SpaceX er derfor en sak om mer enn romfart og AI. Det er også en sak om indeksmekanikk og kapitalstrømmer, og en påminnelse om at i moderne markeder kan det ha stor betydning hvem som tvinges til å kjøpe, og når.



Photo: SpaceX

## 9. Slik vil Storebrand AM handle SpaceX

Vår forståelse er at SpaceX tas inn i MSCI-indeksene ti virkedager etter børsnoteringen, det vil si 26. juni 2026, to uker etter noteringen 12. juni. Fra den datoen blir aksjen del av referanseindeksen fondene våre måles mot, og fondene vil ha en undervekt mot indeksen inntil vi har bygget opp posisjonen. Vi vil ikke kjøpe hele den påkrevde vekten på inkluderingsdatoen. Ved en hurtiginntaksinkludering av denne størrelsen, med tynn fri flyt og kraftig mekanisk etterspørsel fra rene replikerende fond, kan kursen på inkluderingsdatoen være midlertidig oppblåst. Å kjøpe alt på det ene tidspunktet kan bety å handle til den minst gunstige kursen.

I stedet vil vi bygge opp posisjonen gradvis, ved hjelp av naturlig kundeflyt. Etter hvert som kunder tegner seg i fondene, retter vi en andel av de nye innskuddene mot SpaceX, og løfter vekten mot referanseindeksen over tid snarere enn i én enkelt handel. Dette unngår toveis rebalansering, der vi ellers måtte solgt andre beholdninger for å finansiere et umiddelbart SpaceX-kjøp, og transaksjonskostnadene som følger med.

Dette er en form for forbedret indeksering. Vi aksepterer en liten, kontrollert differanseavkastning i en periode i bytte mot bedre gjennomføring, og unngår bevisst inkluderingsdatoen da kursen mest sannsynlig er forvridd. Fordi Storebrand AM allerede avviker fra referanseindeksen gjennom bærekrafts-eksklusjoner, er vi ikke forpliktet til å replikere enhver indeksendring etter indeksleverandørens tidsplan, og vi bruker den fleksibiliteten til å handle SpaceX på vilkår vi mener tjener kundene våre snarere enn innsiderne som låses opp.

For kundene er konklusjonen grei. SpaceX er et virkelig bemerkelsesverdig selskap som kommer til en ekstraordinær pris, inne i en markedsstruktur muligens utformet for å kanalisere mekanisk etterspørsel mot innsidere som ønsker å selge. Fordi fondene våre følger MSCI snarere enn Nasdaq, og fordi vi håndterer inkluderingen med skjønn snarere enn på autopilot, forventer vi å gi kundene en avmålt eksponering mot selskapet over tid, samtidig som vi sparer dem for det verste av trengselen i døren.





Innholdet i denne rapporten er kun ment som service til markedet. Storebrand Asset Management AS påtar seg ikke ansvar for eventuelle feil i informasjonen. Uttrykk for forventninger til fremtiden må ikke vurderes som løfter eller garantier fra Storebrand. Omtale av enkeltstående selskaper er ikke ment som noen kjøpsanbefaling overfor investorer. Storebrand tar ikke ansvar for tap eller skade som følge av bruk av informasjonen i denne rapporten. Storebrand avstår fra investering i selskaper som medvirker til krenkelse av menneskerettigheter, arbeidstakers rettigheter, korrupsjon, alvorlig miljøskade, produksjon av landminer, klasebomber, atomvåpen og tobakk.