Van 1 naar 2 biljoen

Beschrijving

Een biljoen dollar was lange tijd een bedrag dat alleen was weggelegd voor de grootste economieÃ«n en technologiebedrijven. Bij de belangrijkste spelers in kunstmatige intelligentie lijkt het inmiddels de ondergrens te worden. De vraag is daarom niet langer Ã³f OpenAI en Anthropic naar de beurs gaan, maar tegen welke prijs. Kan een AI-bedrijf bij zijn beursgang 2 biljoen dollar waard zijn?

Geen gewone softwareonderneming

Voor Anthropic, het bedrijf achter Claude, is dat scenario geen sciencefiction meer. De onderneming zou eind juli een omzet op jaarbasis van meer dan 65 miljard dollar hebben bereikt. Dat is bijna een verdubbeling ten opzichte van de 47 miljard dollar in mei, en ruim zeven keer zoveel als de circa 9 miljard dollar eind 2025. In het tweede kwartaal lag de omzet boven 11,5 miljard dollar, en er was zelfs sprake van winst.

Dat tempo is belangrijker dan het bedrag zelf. Een bedrijf dat in een paar maanden van 9 naar 65 miljard dollar omzet groeit, waardeer je niet als een gewone softwareonderneming. Beleggers kijken vooral naar de vraag waar die omzet over drie of vier jaar kan staan. En daar wordt het interessant. Anthropic gaat voor 2028 uit van een omzet van 190 tot 200 miljard dollar. Bij zoâ??n omzet betekent een waardering van 2 biljoen dollar dat je tien keer de jaaromzet betaalt. Dat is veel, maar niet onmogelijk voor een bedrijf dat jarenlang hard groeit en later hoge winsten kan maken.

Het verschil met een klassieke waardering is groot. Bij een volwassen bedrijf kijk je naar de winst en de vrije kasstroom. Bij Anthropic en OpenAI kijk je vooral naar de omzetgroei, het marktaandeel en de kans om straks een dominante positie in een enorme nieuwe markt te veroveren.

OpenAI groeit net zo hard

Het zou een vergissing zijn om alleen naar Anthropic te kijken. Ook OpenAI groeit in een tempo dat voor bijna elk ander bedrijf ondenkbaar is. De omzet op jaarbasis ligt inmiddels boven 40 miljard dollar, ongeveer het dubbele van eind 2025. Die groei komt vooral van zakelijke toepassingen en van producten waarmee software wordt geschreven.

Begin dit jaar werd OpenAI bij een financieringsronde al gewaardeerd op 852 miljard dollar, waarbij 122 miljard dollar aan nieuw kapitaal werd toegezegd.Van 852 miljard naar 2 biljoen dollar betekent wel dat de waarde met ongeveer 135 procent moet stijgen. Bij een omzet van 40 miljard dollar betaal je dan vijftig keer de jaaromzet. Dat is extreem hoog, maar het wordt minder extreem als de omzet de komende jaren meerdere keren over de kop gaat.

Daar zit de kern van de hele discussie. De vraag is niet of 2 biljoen dollar vandaag redelijk is. De vraag is of beleggers willen betalen voor een bedrijf waarvan zij verwachten dat de omzet en winst over een paar jaar veel hoger liggen.

Omzet is bij AI niet hetzelfde als winst

Stel dat Anthropic in 2028 inderdaad 200 miljard dollar omzet haalt. Bij een waardering van 2 biljoen dollar betaal je dan tien keer de omzet. Dat is fors, maar niet absurd als AI net zoâ??n grote bedrijfstak wordt als software of clouddiensten. Het probleem is alleen dat nog niet bewezen is dat de winsten echt zo hoog kunnen worden.

Want omzet is bij AI iets anders dan winst. Modellen zijn duur om te trainen en te laten draaien. Rekenkracht, datacenters, energie en chips vormen een vaste, hoge kostenpost. Anthropic houdt zelf rekening met tientallen miljarden dollars aan uitgaven aan rekenkracht. OpenAI mikt richting 2030 zelfs op honderden miljarden.

Dat maakt de vergelijking met gewone softwarebedrijven gevaarlijk. Microsoft of Adobe kunnen een extra gebruiker bedienen tegen bijna geen extra kosten. Bij AI moet voor elke vraag opnieuw rekenkracht worden ingezet. Daar staat wel iets tegenover: de kosten per eenheid rekenkracht dalen snel. Modellen worden efficiÃ«nter en chips krachtiger. Als de omzet sneller stijgt dan de kosten, kunnen de winsten alsnog snel oplopen.

De belegger gaat dus eigenlijk twee weddenschappen tegelijk aan: AI wordt een enorme markt Ã©n AI wordt steeds efficiÃ«nter.

Van chatbot naar digitale werknemer

De belangrijkste ontwikkeling zit misschien niet eens in ChatGPT of Claude als chatbot. De echte doorbraak komt wanneer AI taken van werknemers overneemt. Dat verklaart de grote belangstelling voor zogeheten coding agents. Een programmeur die met AI twee of drie keer zoveel werk verzet, levert veel meer waarde op dan een consument die af en toe een vraag stelt.

Anthropic profiteert daarvan met Claude Code, en ook bij OpenAI is softwareontwikkeling een belangrijke motor. Die verschuiving verandert de hele markt. Een chatbot concurreert om een abonnement van een paar tientjes per maand. Een digitale werknemer concurreert om een salaris van tienduizenden dollars per jaar. Dat is een totaal andere markt.

Als AI niet alleen teksten schrijft, maar ook software bouwt, documenten analyseert, klanten helpt, onderzoek doet en processen automatiseert, dan is de markt niet langer de softwaremarkt. Dan gaat het om een deel van alle lonen in de wereldeconomie. En die markt is vele malen groter.

Waarom juist Anthropic kansrijk is

Anthropic staat er op dit moment opvallend sterk voor. De omzetgroei is hoog, Claude wordt vooral door zakelijke gebruikers veel gebruikt, en het omzettempo ligt inmiddels hoger dan dat van OpenAI. Op de private markt zou Anthropic nu gewaardeerd worden op ongeveer 1,5 biljoen dollar, tegen 965 miljard bij de ronde in mei. Een waardering richting 2 biljoen bij een beursgang komt dus niet uit de lucht vallen.

Het opvallende is dat Anthropic daarmee op papier aantrekkelijker kan worden dan OpenAI, ondanks de veel kleinere naamsbekendheid. OpenAI heeft met ChatGPT het grootste consumentenmerk in AI. Anthropic heeft een sterkere positie bij professionele toepassingen. Uiteindelijk kan juist die zakelijke markt het meest waard blijken.

Het grootste risico is concurrentie

De grootste bedreiging voor een waardering van 2 biljoen dollar is niet een gebrek aan vraag, maar concurrentie. OpenAI, Anthropic, Google, Meta, xAI en Chinese spelers investeren allemaal miljarden in dezelfde technologie. En anders dan bij een klassiek monopolie is het niet zeker dat het beste model ook het meest winstgevende model wordt.

Modellen worden steeds meer een inwisselbaar product. Krijgt een gebruiker morgen hetzelfde resultaat van een goedkoper model, dan komen de prijzen onder druk. Dat remt de omzetgroei en tast vooral de winst aan. De belangrijkste vraag voor beleggers is daarom niet welk model het beste is, maar wie de klantrelatie bezit.

Als ChatGPT, Claude of een andere assistent de vaste toegangspoort wordt tussen mens en computer, ontstaat een nieuwe vorm van macht. Wie die toegangspoort bezit, verdient uiteindelijk veel meer dan alleen aan het model. Zo werd ook Google niet waardevol omdat zoeken technisch onmogelijk was, maar omdat het de vaste toegang tot internet werd. De winnaar van AI heeft dus niet per se het beste model, maar het beste ecosysteem.

Bubbel of revolutie?

Het is opvallend hoe snel de lat verschuift. Niet zo lang geleden leek 100 miljard dollar voor een AI-start-up absurd. Daarna werd 500 miljard het nieuwe wondergetal, en vervolgens 1 biljoen. Inmiddels heeft OpenAI een private waardering van 852 miljard dollar en circuleren bij Anthropic al bedragen van 1,5 biljoen, met openlijk gepraat over een beursgang rond 2 biljoen.

Het is verleidelijk om hier een klassieke zeepbel in te zien, en de kenmerken zijn er: hoge investeringen, hoge waarderingen, optimistische prognoses en beleggers die toekomstige winst steeds verder naar voren halen. Maar een zeepbel betekent niet dat er ook sprake is van een echte technologische revolutie. Dat was ook zo bij internet en de mobiele telefoon. De technologie was echt en de groei was echt, maar beleggers betaalden er soms te veel voor.

Mijn inschatting is dat 2 biljoen dollar voor Anthropic bij een geslaagde beursgang inmiddels eerder een serieuze mogelijkheid is dan een fantasie. De hoge omzetgroei, het snel stijgende zakelijke gebruik en de vooruitzichten voor 2028 geven beleggers genoeg om die waardering te verdedigen. Door de recente omzet van meer dan 65 miljard dollar op jaarbasis lijkt de stap naar 100 miljard veel minder groot dan een half jaar geleden.

Voor OpenAI ligt het iets anders. Een waardering van 2 biljoen vraagt vanaf 852 miljard om een veel grotere sprong, en met ongeveer 40 miljard dollar omzet ligt het bedrijf voorlopig achter Anthropic. Daar staat tegenover dat OpenAI met ChatGPT een uitzonderlijk sterk merk heeft, een enorme gebruikersbasis en een bredere productstrategie.

Misschien wordt de beursgang daarom geen keuze tussen 1 of 2 biljoen, maar een wedstrijd wie als eerste 2 biljoen dollar waard is. Dat zou de interessantste beurswedstrijd van het komende decennium kunnen worden. Niet omdat 2 biljoen een magisch getal is, maar omdat er een grotere vraag achter

schuilt: hoeveel van de waarde van menselijk werk kan kunstmatige intelligentie naar zich toe trekken?

Is het antwoord slechts een paar procent, dan zijn deze waarderingen waarschijnlijk te hoog. Neemt AI een flink deel van het kenniswerk over, dan kan 2 biljoen dollar achteraf juist goedkoop blijken. De beursgang wordt zo niet alleen een waardering van twee bedrijven, maar een weddenschap op de omvang van de toekomstige economie. En die weddenschap begint niet meer bij 1 biljoen, maar bij 2.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief