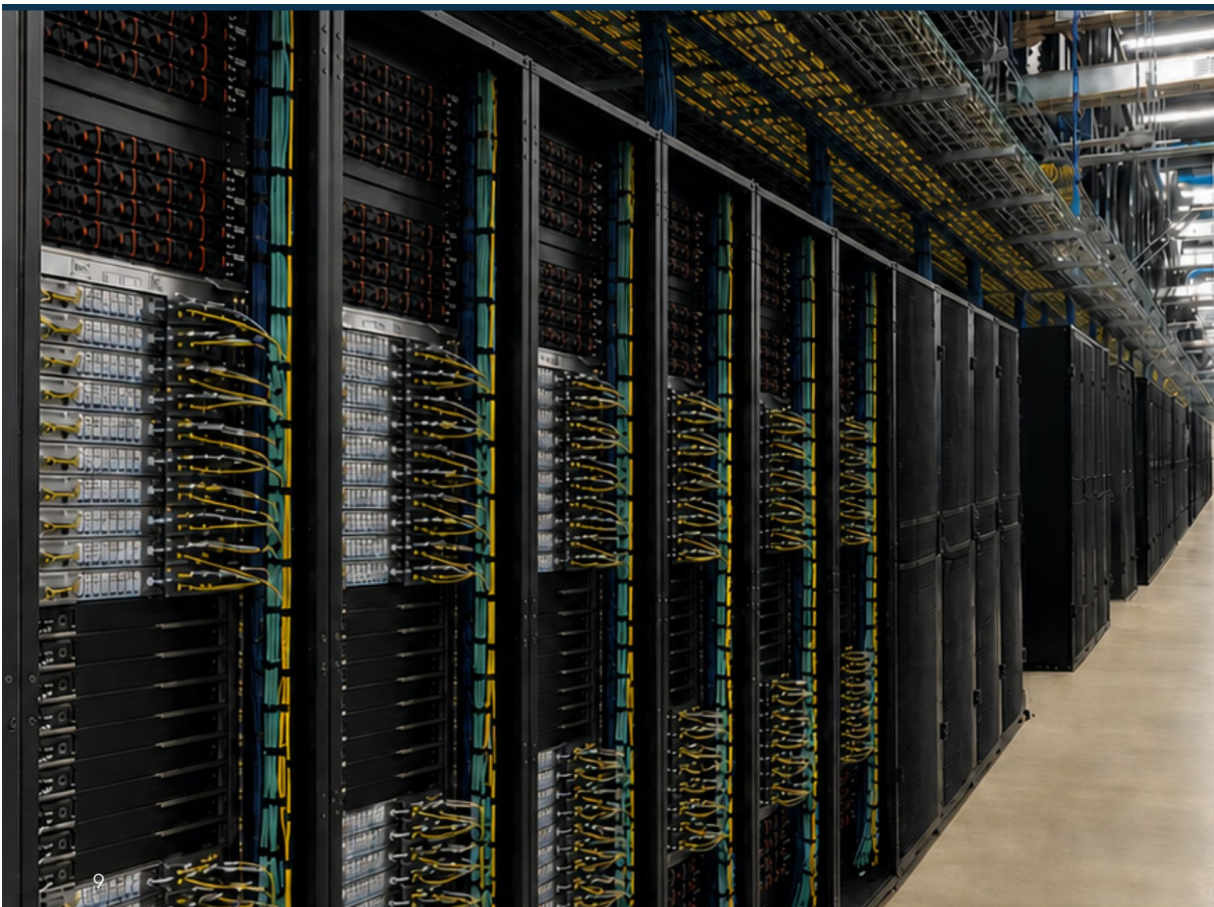


IREN: fra bitcoin til AI

Min vurdering av selskapet, kraftporteføljen og finansieringen

Ludvik Skarpenes Gudbrandsen · 6. august 2026

Analysen bygger på informasjon som var tilgjengelig 6. august 2026. IRENs senere 10-K oppga fem års regnskapsmessig levetid for HPC maskinvare. Jeg har tatt med dette som en senere opplysning, men ikke endret modellen på bakgrunn av den.



NVIDIA GB300 NVL72 under klargjøring ved Childress. Bildet er hentet fra IRENs egen Q3 FY2026 presentasjon, 7. mai 2026.

Hvordan jeg ser på IREN

IREN ble bygget rundt bitcoin mining. Det er ikke først og fremst derfor jeg følger selskapet i dag. Gjennom mining har IREN brukt flere år på å sikre kraft, tomter, nettilknytning og bygge datasentre i Canada og USA. Den samme fysiske plattformen blir nå brukt til å bygge AI Cloud og store GPU klynger.

Det er overgangen som gjør selskapet interessant for meg. AI modeller kan bli bedre på måneder, mens nye krafttilknytninger, transformatorstasjoner og datasentre tar år å få på plass. Hvis bruken av AI fortsetter å øke, tror jeg knappheten vil ligge minst like mye i den fysiske infrastrukturen som i selve programvaren. IREN har allerede bygget en stor del av denne infrastrukturen.

Det store spørsmålet er finansieringen. IREN har brukt aksjemarkedet hardt for å betale for veksten, og markedet har god grunn til å være skeptisk til mer utvanning. Samtidig var finansieringsbildet i ferd med å endre seg ved analysedatoen. 20. juli hadde IREN løftet 2026 målet til over 4 milliarder dollar i ARR, rundt 85 prosent var kontraktsfestet, og nyere avtaler inneholdt forskuddsbetalinger tilsvarende omtrent 45 prosent av investeringen i maskinvare. Selskapet oppga samtidig rundt 7,6 milliarder dollar i kontanter og kontantekvivalenter, hvor 1,7 milliarder var bundet til finansieringen av Microsoft avtalen.

Det er kjernen i min vurdering. Jeg tror AI delen kan vokse langt raskere enn mining gjorde, men det hjelper lite dersom hver vekstfase krever like mange nye aksjer som den forrige. For meg handler caset derfor om hvor mye lønnsom kapasitet IREN klarer å bygge for AI, og hvor mye av verdien som faktisk blir igjen hos dagens aksjonærer.

Fra bitcoin til AI

IREN ble bygget som et selskap for bitcoin mining. Det betyr ikke at jeg synes bitcoin bør være hovedgrunnen til å eie aksjen i dag. Mining forklarer hvor infrastrukturen kom fra. Det forklarer ikke hvor jeg tror mesteparten av verdien kommer fra i 2028.

Bitcoin mining er en virksomhet der inntektene påvirkes av bitcoinprisen, global hashrate, difficulty, strømpris og maskinvareeffektivitet på samme tid. Det kan være svært lønnsomt i gode perioder, men kontantstrømmen blir mer uforutsigbar. I AI delen er risikoen annerledes. IREN må bygge riktig, sikre GPU kapasitet, få kundene til å godkjenne leveransen og holde utnyttelsen høy. Til gjengjeld kan lange kontrakter med store kunder gi langt bedre oversikt over fremtidige inntekter.

Dette er også grunnen til at jeg bevisst lar bitcoin bli mindre viktig i modellen. I base scenarioet faller annualisert inntekt fra bitcoin fra 500 millioner dollar i 2026 til 50 millioner i 2030. Jeg ønsker ikke å måtte ha rett om bitcoinprisen for at verdsettelsen skal fungere. Hvis mining blir sterkere enn jeg antar, ser jeg heller på det som ekstra oppside.

AI vokser raskt. Infrastrukturen gjør ikke det.

Det mest interessante ved veksten i AI er etter min mening forskjellen i tempo. Programvare kan forbedres på uker og måneder. Kraftlinjer, transformatorstasjoner, kjøling, fiber og datasentre tar langt lengre tid å planlegge og bygge. Det er denne fysiske flaskehalsen jeg mener IREN kan tjene penger på.

Jeg trenger heller ikke et presist makrosyn for å tro på dette. Jeg regner med at renter kan holde seg høye lenge. Det jeg må se, er at de største kundene fortsatt bruker store beløp på kapasitet til AI. Microsoft investerte 35,8 milliarder dollar i eiendom og utstyr i Q4 FY2026, og ledelsen beskrev fortsatt et stramt kapasitetsmarked. Det er mer relevant for min tese enn å prøve å spå hver renteendring.

NVIDIA rapporterte i mai 75,2 milliarder dollar i datasenterinntekter i sitt første kvartal i FY2027, opp 92 prosent fra året før. Meta ventet 130 til 145 milliarder dollar i capex for 2026,

mens Alphabet hadde guidet 175 til 185 milliarder dollar. Jeg bruker ikke disse tallene som bevis på at investeringene i AI kan vokse i samme tempo for alltid. De viser bare at etterspørselen etter fysisk AI infrastruktur fortsatt var svært høy da modellen ble laget.

Kraften er utgangspunktet

Det mest verdifulle ved IREN er etter min mening ikke selve GPU maskinvaren. Den kan kjøpes av andre. Det vanskeligere er å ha store tomter, nettilknytning, transformatorstasjoner, fiber og et team som faktisk kan gjøre kraften om til et ferdig datasenter.

I mai beskrev IREN en global utbyggingsportefølje på rundt 5 GW. Utbyggingen i 2026 var satt til 480 MW, i 2027 til rundt 1,21 GW, og Sweetwater og Oklahoma skulle gi videre kapasitet fra 2028. Jeg gir ikke fremtidig kraft samme verdi som ferdig utbygd kapasitet. En signert nettilknytning er ikke det samme som et datasenter med GPU kapasitet og betalende kunde. Men jeg mener det blir like feil å prise kraften nær null når selskapet allerede har bygget flere hundre megawatt og har konkrete utbyggingsplaner. IREN Q3 FY2026, 7. mai 2026



Canal Flats i British Columbia (venstre) og Childress i Texas (høyre). Begge bildene er hentet fra IRENs Q3 FY2026 presentasjon, 7. mai 2026.

Canada er interessant fordi anleggene allerede finnes og har lav PUE. Prince George, Mackenzie og Canal Flats er koblet direkte til BC Hydro og IREN oppgir rundt 1,1 i gjennomsnittlig PUE på de kanadiske anleggene. Det betyr ikke at marginen automatisk blir fantastisk, men det betyr at relativt lite av strømmen går tapt til kjøling og annen støtteinfrastruktur. I et marked der strøm er en stor del av regnestykket, liker jeg den egenskapen.

Sweetwater og Oklahoma er noe annet. De er større, senere og mer usikre. Samtidig er det nettopp disse prosjektene som kan gjøre IREN til noe langt større enn en nisjeaktør. Jeg er komfortabel med å gi dem verdi før de er ferdige, fordi IREN har en historikk med å bygge og fordi etterspørselen var sterk. Men modellen skyver mye av monetiseringen ut i tid. Det er en viktig forskjell mellom å være bullish og å late som alt allerede er ferdig.



IRENs illustrasjon av Sweetwater 1. Substasjonen var energisert etter planen, og første fase med væskekjølt kapasitet for AI var under bygging. IREN Q3 FY2026, 7. mai 2026.

Microsoft var en viktig bekreftelse

Microsoft avtalen betyr mer for meg enn kontraktsverdien på 9,7 milliarder dollar. Dette er den første virkelig store testen på om IREN kan levere til en kunde på dette nivået. Gjør de det bra, tror jeg terskelen blir lavere både for nye kunder og for långivere. Da handler caset ikke lenger bare om kapasitet på papiret, men om et selskap som har vist at det kan levere stor AI infrastruktur i praksis.

Avtalen varer i fem år og dekker Horizon 1 til 4 ved Childress. 1. juni oppga IREN at en finansieringsavtale på 3,65 milliarder dollar, sammen med Microsofts forskuddsbetaling på 1,94 milliarder dollar, finansierte rundt 96 prosent av investeringen i maskinvaren på 5,81 milliarder dollar. Dette er et av de viktigste datapunktene i analysen. En stor kontrakt gir ikke bare inntekt. Den kan også gjøre selve utbyggingen lettere å finansiere uten nye aksjer.

Jeg forventer ikke at alle fremtidige avtaler ser ut som Microsoft avtalen. Jeg tror de kan bli bedre. Hvis IREN leverer godt her, får både nye kunder og långivere mer å vurdere selskapet på. I juli så vi allerede et tegn til dette, da nye kontrakter kom med forskuddsbetalinger på rundt 45 prosent av investeringen i maskinvare. Det er den utviklingen jeg ønsker å se videre. IREN, 20. juli 2026

Utvanningen er det jeg følger tettest

Dette er den delen av caset jeg er mest opptatt av. IREN har historisk finansiert vekst med store aksjeutstedelser. Markedet har derfor en god grunn til å være skeptisk. Det er ikke noe jeg ønsker å bortforklare.

Modellen bruker 369,98 millioner pro forma aksjer som startpunkt. Det er bygget opp fra omtrent 357,38 millioner rapporterte aksjer ved utgangen av april og 12,6 millioner aksjer knyttet til Mirantis transaksjonen 3. august. Jeg behandler dette som et modellmessig startpunkt, ikke som et eksakt, fullt avstemt aksjeantall per 6. august. Deretter legger modellen fremtidig utvanning oppå dette: 20 prosent i base scenarioet, 10 prosent i bull scenarioet, 40 prosent i det konservative scenarioet og 60 prosent i worst case.

Hvorfor 20 prosent i base scenarioet? Ikke fordi jeg tror IREN kommer til å gjøre én emisjon på nøyaktig 20 prosent. Det er en buffer. Den skal tåle RSU tildelinger, opsjoner, konvertible instrumenter, mindre aksjeutstedelser og muligheten for at noe av veksten fortsatt må finansieres med egenkapital. Null prosent ville vært for optimistisk for et så kapitalintensivt selskap. Men 40 prosent fra dette punktet ville etter min vurdering innebære at den gamle ATM finansieringen fortsetter omtrent som før, til tross for at finansieringsbildet allerede var i ferd med å endre seg.

RSU pakken til Daniel og William Roberts er en egen grunn til å holde igjen. Styret godkjente 9 099 328 RSU tildelinger til hver av dem, til sammen rundt 18,2 millioner aksjer. De opptjenes over fire år og har deretter to års binding per tranche, men de er i hovedsak tidsbaserte, ikke knyttet til konkrete resultatmål. Jeg mener det er en svak struktur. De burde blitt belønnet for prestasjon, ikke bare for å bli sittende. Samtidig er 18,2 millioner aksjer omtrent fem prosent av modellens startantall, så dette er ikke alene nok til å forklare et scenario med ekstrem fremtidig utvanning. *IREN 8-K, 1. juli 2026*

Q3 oppdateringen inneholdt også en rett for NVIDIA til å kjøpe inntil 30 millioner aksjer til 70 dollar per aksje. Retten er knyttet til leveranser av opptil 600 000 GPUer og er derfor ikke en vanlig, ubetinget emisjon. Dersom den blir brukt fullt ut, kommer det samtidig inntil 2,1 milliarder dollar inn i selskapet. Jeg behandler derfor ikke hele retten som ren verdilekasje, men den er fortsatt relevant i et fullt utvannet scenario.

Nye kontrakter endrer finansieringen

Det er her jeg skiller meg mest fra den mest pessimistiske tolkningen av IREN. Jeg tror mye av den brutale utvanningen var et resultat av fasen selskapet var i. De bygget før de store avtalene om AI kapasitet var på plass, og måtte finansiere en enorm fysisk plattform. Når kapasiteten blir kontraktsfestet, blir den også lettere å låne mot.

Per 20. juli oppga IREN at rundt 85 prosent av målet på mer enn 4 milliarder dollar i ARR for 2026 var under kontrakt. Nye avtaler hadde omtrent fire års vektet gjennomsnittlig løpetid, og forskuddsbetalingene var rundt 45 prosent av den tilhørende investeringen i maskinvare. Selskapet oppga også rundt 7,6 milliarder dollar i kontanter og kontantekvivalenter per 30. juni,

hvor 1,7 milliarder var bundet til finansieringen av Microsoft avtalen. Kapitalbehovet er altså ikke borte, men alternativene til nye aksjer var blitt bedre.

Base scenarioet mitt bygger derfor på at utvanningen fortsetter, men mye saktere. Hvis det viser seg å være feil og IREN fortsetter å bruke ATM hardt selv etter at flere store kontrakter er i drift, er det ikke et lite modellavvik. Da er en viktig del av tesen min feil.

GPU priser, levetid og marginer

Her har jeg bevisst holdt igjen. I støttemodellen ligger B200 rundt 2,33 dollar per GPU per time og GB300 rundt 3,86 dollar. Offentlig tilgjengelige direkte leiepriser for de nyeste GPUene lå høyere enn dette ved analysedatoen, men det er ikke en direkte sammenligning med store flerårige avtaler. Poenget er derfor ikke at IREN skal få topp spotpris. Poenget er at modellen ikke trenger det for å fungere.

Jeg tror heller ikke prisene på GPU kapasitet nødvendigvis må falle kraftig de neste fem årene. Markedet har lenge ventet på at mer tilbud skulle presse prisene ned. Det kan fortsatt skje, og nye generasjoner vil alltid gjøre eldre maskinvare mindre attraktiv. Men så lenge etterspørselen vokser omtrent like raskt som tilbudet, kan prisene holde seg bedre enn mange modeller legger til grunn. Det er også en grunn til at jeg liker at IREN bygger for høy effekttetthet per rack og flere generasjoner av GPU maskinvare i stedet for én låst arkitektur.

Levetid og restverdi er også usikre. I støttemodellen bruker jeg to til tre års økonomisk levetid og 20 prosent restverdi. Det har jeg valgt for å være forsiktig med hvor raskt nye generasjoner av GPU maskinvare kan gjøre eldre utstyr mindre attraktivt. Jeg bruker ikke brukmarkedet til å løfte verdsettelsen. Restverdien er først og fremst en sikkerhetsmargin i modellen.

Senere kontroll, ikke brukt i modellen: IRENs FY26 10-K ble publisert 27. august 2026 og oppgir fem års regnskapsmessig levetid for HPC maskinvare. Det støtter at to til tre år i modellen er forsiktig sammenlignet med selskapets avskrivningstid. Regnskapsmessig levetid er likevel ikke det samme som økonomisk levetid eller garantert restverdi.

Marginene i hovedmodellen er også lavere enn de mest optimistiske beregningene for enkeltanleggene. Base scenarioet starter på 68 prosent EBITDA margin i 2026 og stiger gradvis til 80 prosent i 2030. Det er fortsatt høyt. Men det fanger bedre opp en overgangsperiode med bitcoin, sentrale kostnader, opptrapping og flere typer kontrakter enn å bruke 85 til 87 prosent på hele selskapet fra dag én.

Hvordan modellen er bygget

Modellen er ikke en full DCF. Det er med vilje. IREN endrer seg så raskt at jeg synes det er mer ærlig å modellere prosjekter, ARR, marginer, kapitalstruktur og utvanning i tydelige scenarioer enn å late som jeg kan treffe arbeidskapital, avskrivninger og hvert enkelt finansieringsinstrument fem år frem i tid.

Modellen bruker 95 prosent av annualisert ARR som en forenklet antakelse for normalisert omsetning. Det må ikke leses som forventet bokført årsinntekt i et år der kapasiteten kommer i

drift gradvis. Forskjellen er størst tidlig i perioden og mindre når anleggene nærmer seg normal drift. Jeg bruker derfor ARR først og fremst som et mål på normalisert inntjeningskapasitet, ikke som en erstatning for regnskapsført omsetning.

Verdsettelsen bruker ikke P/E. Jeg bruker P/S og EV/EBITDA sammen fordi de viser to forskjellige sider av samme selskap: hvor mye markedet betaler for omsetningen, og hvor mye det betaler for den operative lønnsomheten. I base scenarioet bruker modellen 8 ganger P/S og 15 ganger EV/EBITDA på tallene for 2030. Det gir omtrent 151 dollar per aksje med P/S og 228 dollar med EV/EBITDA. Gjennomsnittet er 189,74 dollar, som diskonteres tilbake med 15 prosent årlig avkastningskrav til 102,59 dollar på modellens dato. Jeg ser dette som et scenarioestimat, ikke som et presist kursmål.

Hva modellen viser

Scenario	Ny utvanning	Verdi i 2030	Nåverdi	Hva som ligger bak
Worst	60 %	\$60.30	\$22.59	Store forsinkelser, svakere marginer og mye mer utvanning
Konservativ	40 %	\$97.22	\$43.59	Lavere tempo og svakere økonomi enn base
Base	20 %	\$189.74	\$102.59	Normal gjennomføring, uten mer kapasitet ved Childress
Base med utvidelse	20 %	\$253.93	\$137.29	Mer kapasitet ved Childress kommer inn i perioden
Bull	10 %	\$387.58	\$230.83	Raskere utbygging, høyere kapasitetsutnyttelse og sterkere marginer
Ekstrem bull	10 %	\$555.89	\$331.07	Flere store kontrakter og svært rask monetisering av ny kraft

Mitt eget syn ligger nærmere bull scenarioet enn det konservative. Det betyr ikke at jeg tror alle antakelsene i bull treffer samtidig. Jeg tror først og fremst at etterspørselen holder seg høy, at IREN kan få bedre betalt for kapasiteten enn base scenarioet legger til grunn, og at behovet for nye aksjer faller når flere prosjekter er kontraktsfestet og begynner å gi kontantstrøm. Det konservative scenarioet er fortsatt nyttig som kontroll på hva som skjer dersom tempoet, marginene eller finansieringen blir svakere enn jeg tror. Det mest optimistiske scenarioet er et øvre utfall, ikke mitt forventede kursmål.

De viktigste modellantakelsene

Antakelse	Modellen bruker
Startkurs	\$37.93
Pro forma aksjer ved start	369.98m
Aksjer i base scenario etter utvanning	443.97m
Omsetning som andel av ARR	95 %
Utvanning i base scenario	20 %
Utvanning i bull scenario	10 %
Diskonteringsrente i base scenario	15 %
Sluttmultipler	P/S 8x og EV/EBITDA 15x

Ledelsen

Jeg har fortsatt høy tillit til Dan og Will Roberts, men ikke uten forbehold. Det jeg liker best, er at de har vært villige til å vente når de mener avtaler eller kapital er for dyre, og at de har levert på mange av de fysiske utbyggingsmålene de tidligere har satt. Jeg liker også at IREN ikke bygget strategien rundt å holde bitcoin på balansen bare fordi resten av sektoren gjorde det.

Men jeg vil ikke romantisere ledelsen. RSU pakken trekker tydelig ned. Jeg synes den er egoistisk utformet og for lite knyttet til prestasjon. Kommunikasjonen kan også være for knapp i perioder. I et selskap med så stort kapitalbehov er god eierstyring ekstra viktig, fordi dårlige finansieringsvalg kan ødelegge mye av verdien selv om driften går bra.

For meg er IREN derfor i stor grad et spørsmål om tillit til Dan og Will Roberts. Hvis de ikke klarer å gjøre kraftporteføljen om til lønnsom kapasitet for AI og samtidig finansiere veksten på en fornuftig måte, er aksjen dyr. Hvis de fortsetter å levere på utbyggingen og finansieringsbehovet gradvis flyttes bort fra nye aksjer, mener jeg den fortsatt kan være billig. Jeg står i den siste leiren, men ikke uten forbehold.

Det jeg kan ta feil om

En bullish analyse blir lite verdt hvis den bare samler argumenter for det man allerede mener. Det finnes flere gode grunner til at markedet ikke priser IREN som et ferdig utbygd selskap innen AI infrastruktur.

For det første kan ARR bli dårligere enn det ser ut i en investorpresentasjon. Kapasitet skal leveres, godkjennes og tas i bruk før den blir til regnskapsført omsetning. For det andre kan prisene på GPU kapasitet og marginene falle hvis tilbudet vokser raskere enn etterspørselen. For det tredje kan store kunder gi sterk kontraktskvalitet, men også konsentrasjonsrisiko. Og for det fjerde kan kapital fortsatt bli dyr.

Den største risikoen er likevel gjennomføring. IREN kan ha rett om markedet for AI og fortsatt skuffe aksjonærene dersom prosjektene blir forsinket, nye avtaler ikke kommer, eller veksten finansieres med langt flere aksjer enn jeg har lagt inn.

Når tesen ikke lenger holder

Jeg ville ikke endret tesen fordi aksjen falt 30 prosent eller fordi ett kvartal var rotete. Det er ikke det samme som at caset er ødelagt. Jeg ville derimot tatt et nytt standpunkt dersom én eller flere av disse tingene begynte å skje over tid:

- Utvanningen fortsetter klart over det jeg har lagt inn, også etter at store avtaler om AI kapasitet er operative og andre finansieringskilder er tilgjengelige.
- Ledelsen begynner å bomme gjentatte ganger på utbygging, levering eller egne tidsplaner.
- Etterspørselen etter AI kapasitet svekkes tydelig, utnyttelsen faller og kontraktsprisene presses.
- IREN sitter på store mengder kraft, men klarer ikke å konvertere den til gode, langsiktige kundeavtaler.

Det jeg vil se i 2027

2027 er året der mye av dette enten blir mer åpenbart eller begynner å sprekke. Jeg følger særlig fire ting: om kapasiteten som skal leveres i 2026 faktisk blir satt i drift som planlagt, om nye kontrakter kommer på minst like gode vilkår, om finansieringen fortsetter å flytte seg fra egenkapital til forskudd og gjeld, og om IREN viser at AI Cloud kan bli en stabil, lønnsom drift og ikke bare en stor ARR figur.

Jeg forventer ikke at alt går perfekt. Det trenger det heller ikke. Base scenarioet mitt tåler forsinkelser, 20 prosent ny utvanning og at bitcoin fases ut. Det jeg ikke vil se, er at selskapet trenger samme mengde nye aksjer for hver nye vekstfase som tidligere. Da har forretningsmodellen ikke modnet slik jeg forventer.

Hvor jeg står

Jeg er bullish på IREN fordi jeg tror markedet fortsatt legger mye vekt på hvordan veksten har blitt finansiert, og for lite vekt på hvordan finansieringen kan endre seg når kapasitet blir solgt før den står ferdig.

IREN er ikke bare en fortelling om AI. De har kraft, tomter, datasentre og et team som allerede har bygget i stor skala. De har avtalen med Microsoft som gjør plattformen mer troverdig. De har en plan for 2026 der en stor del av kapasiteten allerede var kontraktsfestet ved modellens dato. Og de hadde begynt å få forskuddsbetalinger og utstyrsfinansiering som reduserte behovet for at aksjonærene skulle betale hele regningen med nye aksjer.

Det jeg fortsatt ikke liker, er eierstyringen. RSU pakken burde vært knyttet til resultater. Jeg vil også se at ledelsen faktisk bruker de nye finansieringsmulighetene på en aksjonærvennlig måte. Og jeg vet at priser, marginer og etterspørsel kan normaliseres raskere enn jeg tror.

Jeg er tydelig bullish på IREN, men ikke fordi jeg forventer at alle antakelsene i modellen treffer. Jeg tror først og fremst modellen undervurderer hva IREN kan få ut av kapasiteten dersom etterspørselen og prisingen holder seg sterke, samtidig som behovet for nye aksjer faller. Det er den kombinasjonen som gjør oppsiden interessant for meg.

Hvis jeg skal koke analysen ned til én setning, er det denne: IREN har allerede bygget mye av den fysiske infrastrukturen markedet trenger. Det som avgjør om aksjen blir en god investering, er om selskapet klarer å gjøre den kapasiteten lønnsom uten at for mye av verdien forsvinner i nye aksjer.

Kilder og videre lesning

[IREN Business Update and Q3 FY26 Results, 7. mai 2026](#)

[IREN signs \\$2.8bn in new customer contracts, 20. juli 2026](#)

[IREN \\$9.7bn AI Cloud contract with Microsoft, 3. november 2025](#)

[IREN 8-K om RSU pakken, 1. juli 2026](#)

[Microsoft FY2026 Q4, 29. juli 2026](#)

[NVIDIA Q1 FY2027, 20. mai 2026](#)

[Meta Q2 2026, 29. juli 2026](#)

[Alphabet Q4 2025 earnings call, februar 2026](#)

[IREN finansiering på 3,65 mrd. dollar for GPUer, 1. juni 2026](#)

[IREN FY26 Form 10-K, 27. august 2026 \(senere kontroll av HPC levetid\)](#)