

## Speciální vydání týdenního souhrnu

### Co podporuje čipy – polemika kolem globálního dění na akciových trzích

Tento týden nejsme posli dobrých zpráv, nicméně kromě tradičního souhrnu dění poskytneme základní vhled do problematiky hlubokého propadu akciového trhu. Během týdne ohlásil prezident Donald Trump nová cla uvalená na takřka všechny země, které mají obchodní vztahy se Spojenými státy. Tyto cla jsou stanovené jako pevná 10% úroveň platná od 5.4., přičemž se k nim od 9.4. přidává variabilní úroveň od 10 až do téměř 50 %. Primárním cílem těchto cel je vyrovnání obchodní bilance, což však ve své podstatě popírá komparativní výhodu a definici globálního obchodu mezi jednotlivými zeměmi. Z našeho pohledu se nejedná o logický krok, který ale vyústil ve významný propad akciového trhu, kdy se technologický NASDAQ dotkl hranice medvědího trhu. Trh se obává eventuálního zvýšení cen, což může tlačit na sentiment spotřebitele, který tak více omezí svou spotřebu. To se pak může negativně promítnout do hospodaření společností, respektive do jejich ziskovosti. Je nutné vyslovit, že tento propad nevychází ze samotné podstaty byznysu jednotlivých firem, ale je pouhou obětí politického dění. Situaci nadále pečlivě sledujeme a budeme vám poskytovat další aktualizace.

Technologické společnosti včetně polovodičových firem ačkoli dosahují velmi vysoké ziskovosti, kdy EBITDA marže v mnohých případech přesahují 50 % (vs. průměr trhu okolo 13 %), jsou stlačeny díky svým vysokým zastoupením v indexech, a především kvůli zastoupení v retailových portfoliích. Taková portfolia jsou především tažena zprávami, kdy v době negativního sentimentu je prodejní tlak mnohonásobně vyšší než u jiných společnostech v jiných odvětvích. Je to víceméně trest za vysoký růst, vysokou ziskovost, globální dosah a globální popularitu. Ziskovost těchto firem však umožňuje ustát velmi závažné krize i poklesy spotřebního sentimentu oproti odvětvím, kde se marže pohybují okolo 5-10 %. Z našeho pohledu se aktuální fundament těchto společností do dnešní chvíle nezměnil, s čímž souhlasí i globální investiční domy jako Citi, Goldman Sachs či Mizuho.

Současně musíme podotknout fakt, že cla na dovoz polovodičů do USA nebyly k dnešnímu dni uvaleny, což může vycházet jednak z jejich esenciality pro americkou ekonomiku (pro rozvoj softwaru, AI, cloudu a dalších), ale také díky významně zvýšením investicích do rozvoje výroby na americkém území. Konec konců hlavní globální výrobce čipů Taiwan Semiconductor (TSMC) nedávno oznámil dodatečné investice ve výši 100 miliard dolarů do rozvoje výroby v USA, což by zvedlo celkové investice v této zemi až na 165 miliard dolarů. To bylo i Donaldem Trumpem pozitivně zmíněno při jeho oznámení nových cel. Na druhou stranu nelze vyloučit, že Trump v budoucnu neuvalí dodatečná plošná cla na veškerý dovoz do USA. Dle našeho odhadu by taková úroveň mohla být mezi dodatečnými 10 – 20 %. Ačkoli by výrobci čipů zvýšili své ceny, drtivá většina by byla přenesena na koncové odběratele. Domníváme se tak, že aktuálně by byl dopad cel na ziskovost těchto firem velmi omezený.

Mnoho polovodičových firem od svých historických vrcholů pokleslo o 30 – 60 %, což se promítlo do poklesů jejich násobků, což však z našeho pohledu trh významně pomíjí. Násobky lídrů jako TSMC, Nvidia, Broadcom či Applied Materials (a mnohé další), jejichž růst převyšuje průměr růstu indexu až trojnásobně, a jejichž podíl na trhu je až 90 %, jsou na násobkových úrovních jako společnosti s růstem do 5 % a bez významného tržního podílu. Společnost Nvidia, která právě dosahuje 90% tržního podílu v rámci AI GPU čipů, a jejíž marže EBITDA činí 64 %, přičemž odhadovaný střednědobý růst zisku je 33 % CAGR, je na FWD násobku PEG 0,59x a na FWD násobku P/E 20x. Takový společnost je oceňována níže, než například výrobce zubních past Colgate-Palmolive s FWD P/E 25x a odhadovaným střednědobým růstem 5,1 % CAGR. Zastáváme názor, že ačkoli akcie technologických společností mohou stále poklesnout, takový pokles může být již výrazně limitován oproti ostatním titulům, které se zdají být dle našeho názoru trhem špatně oceněny.

Bank of America v návaznosti na propad technologických akcií uvedla, že v rámci sektoru jsou na jejich listu „top výběr“ stále tituly Nvidia, Broadcom či Lam Research. Analytik Vivek Arya pozitivně zmiňuje, že tyto společnosti mají vysokou ziskovou marži, vysoký tržní podíl a skvělé finanční zdraví. Ačkoli Arya zmiňuje, že žádné společnosti vůči takovým clům nejsou imunní, trend cloudu a AI je dle jeho názoru nedotčený, respektive pokles v růstu se zdá být limitovaný. Hyperscaleři si dle jeho názoru budou schopni v prvotní fázi s dopadem cel poradit.

Navíc k tomu globální prodeje čipů v únoru 2025 vzrostly meziročně o 17,1 % na 55 miliard dolarů, což je historicky nejsilnější únor. Nejvíce vzrostly prodeje čipů v USA a v Číně, a to o 48 % a 11 %. Naopak prodeje v Evropě poklesly o 8 % kvůli slabému průmyslu.

## Horké zprávy z USA

OpenAI dle serveru The Information dosáhlo ke konci roku na 20 milionů platících uživatelů, což je výrazný nárůst oproti 4,5 milionům v roce 2022. Měsíční tržby OpenAI by tak nyní mohly činit okolo 415 milionů dolarů, což by anualizovaně představovalo přibližně 5 miliard dolarů. OpenAI však v současném roce cílí na tržby okolo 13 miliard dolarů a v roce 2026 až na 30 miliard dolarů. Poptávka po AI službách jako ChatGPT je dle společnosti velmi vysoká, přičemž nejví známkou zpomalení. Hodnota OpenAI v posledním kole financování atakovala 300 miliard USD, což by OpenAI řadilo na 1. místo mezi nejhodnotnějšími startupy světa.

Dle zatím ještě nepotvrzené zprávy se Intel dohodl s Taiwan Semiconductor (TSMC) na vzájemné spolupráci. V rámci této spolupráce by měla vzniknout společná entita (JV), která by provozovala zakázkovou výrobu Intelu (Intel Foundry – IFS) a současně by tak zahrnovala faby Intelu. TSMC by dle těchto spekulací mělo mít 20% podíl o čem se již hovořilo, přičemž Intel a eventuálně jiní američtí výrobci čipů by měli zbylé podíly. TSMC by mimo to bylo v čele provozu a produkce IFS. IFS v minulém roce vykázala čistou ztrátou ve výši 19 mld. USD. TSMC by oněch 20 % neinvestovalo, nicméně by je mělo za sdílení technologie výroby a trénink pracovníků Intelu + za vedení provozu. Ačkoliv se tyto spekulace již několikrát objevily, nyní se již může jednat o reálnou dohodu, které by nasvědčovala i rétorika nového gen. ředitele, jehož cílem je zefektivnění Intelu, zaměření na produkty a vylepšení financí. Pozitivní by to bylo pro Intel, neboť by se zakázková výroba mohla konečně pohnout. Intel bohužel ani po tolika

Apex Capital a.s. | IČO: 21152918 | [www.apexcapital.cz](http://www.apexcapital.cz) | sídlo: River Business Centre Strakonická 3363/2d, Smíchov, 150 00 Praha | kanceláře: Waltrovka DYNAMICA Kačírkova 982/4 158 00 Praha

kvartálech a investicích není schopen rozjet masovou produkci. Současně TSMC by posílilo svojí pozici na americké půdě, přičemž toto JV podporuje i administrativa Donalda Trumpa.

AMD dokončilo akvizice společnosti ZT Systém za 4,9 miliard dolarů, která se zabývá navrhováním a výrobou AI serverů. AMD plánuje část společnosti divestovat ponechat si pouze část zabývající se návrhem serverů.

Objevují se spekulace, že Apple plánuje pořídit AI servery GB300 NVL72 od Nvidia za více než 1 miliardu dolarů. Nicméně předběžně by se jednalo o malou zakázku, která by neměla výrazný dopad na vývoj AI Applu. Servery GB300 NVL72 by měly začít být masově dodávány okolo poloviny příštího roku. Oproti tomu společnost Meta plánuje v roce 2025 pořídit až 1,3 milionu kusů AI GPU čipů, což by převyšovalo částku 50 miliard dolarů. Meta na současný rok plánuje investice do rozvoje (CAPEX) okolo 65 miliard dolarů.

### **Horké zprávy ze světa**

TSMC plánuje v Japonsku vytvořit dalších až 7000 vysoce specializovaných pracovních pozic, které budou primárně směřovat do Fabu22, který má v oblasti Kumamoto využívat 2nm výrobní proces (N2). Investice do tohoto fabu mají být okolo 45 mld. USD, přičemž se má jednat o nejvyspělejší výrobu na japonském území. V plném provozu by měl být okolo roku 2028.

Arm očekává, že během tohoto roku dosáhne na 50% tržní podíl v rámci serverových AI CPU čipů, což by do značné míry mohlo ohrozit dominantní pozici současného lídra AMD. Arm očekává, že prodeje AI serverů do roku 2030 vzrostou o minimálně 300 %. Arm se již dohodl na další spolupráci s hyperscalery jako Amazon, Google či Microsoft. Ačkoli mohou být tyto inhaus CPU méně výkonné, nabízí nižší energetickou spotřebu a nižší cenu, což může být pro tyto firmy lákavé. Arm současně s tím poskytuje novou platformu Arm Neoverse.

Japonský Rapidus je dle CEO Atsuyoshi Koikeho v pokročilých rozhovorech se společnostmi Apple a Google ohledně masové produkce AI čipů pro jejich globální AI potřeby. Rapidus je aktuálně v pokročilých rozhovorech s asi 50 klienty ohledně výroby čipů včetně čínských firem. Nutno podotknout, že Rapidus je jeden ze dvou hlavních příjemců japonského programu podpory výroby čipů v řádu až 65 miliard dolarů. Tím druhým je TSMC.