Dobrý a ošklivý

Investiční tipy

Random Thoughts

10. října 2025

07/25

- Hned na úvod si řekněme, že jsme zprávu o multi-miliardové dohodě mezi OpenAI a AMD (*Investiční tipy*) zkraje minulého týdne přivítali s potěšením. Soudě dle tržní reakce jsme nebyli sami. Z našeho pohledu tato dohoda konečně validuje naší dlouhodobou investiční tezi, a sice, že grafické akcelerátory od AMD jsou v určitých aplikacích (zejména v oblasti tzv. *inference*) schopné konkurovat i svrchovanému králi Nvidii. Z našeho pohledu jde o stěžejní pozitivum oznámení.
- Globální tržní podíl Nvidie v AI data centrech se dle našeho odhadu aktuálně pohybuje kolem 90 %. Zbytek připadá převážně na custom-made čipy od Broadcomu a GPU akcelerátory od AMD. Podíl AMD na globálním trhu se tedy aktuálně pohybuje v řádu jednotek procent. Pilířem naší investiční teze o AMD ovšem není potřeba porazit Nvidii. Stačí, když si AMD ukrojí z trhu rozumný podíl. Pro srovnání, před něco více než deseti lety měl Intel v segmentu serverových CPU až 99% tržní podíl. Pak přišel procesor EPYC od AMD. Tržní podíl Intelu postupně klesl na cca 60 %, zbylých 40 % serverových CPU dnes dodává AMD.
- Z pohledu akcionáře přitom AMD nemusí v segmentu serverových GPU cílit na takhle ambiciózní mety. Vzhledem k velikosti cílového trhu a jeho překotné růstové dynamice by už posun na, řekněme, 10% tržní podíl znamenal pro AMD mnohonásobný nárůst tržeb v segmentu.
- Základní kontury oznámené dohody jsou následovné:
  - AMD dodá OpenAI své nejmodernější GPU čipy z rodiny Instinct (čili na začátek MI450X a pak jeho další generační verze) o celkovém instalovaném výkonu 6 GW. Časový rámec ovšem nebyl specifikován mimo to, že jde o multi-roční dohodu.
  - První 1 GW z celkových 6 GW výpočetního výkonu bude instalován ve 2H26, což koreluje s příchodem MI450 na trh.
  - Nedílnou součástí dohody je warrant, který dává při splnění určitých předem stanovených podmínek OpenAI právo na nákup až 160 mil. kmenových akcií AMD při ceně 0,01 USD za kus. V případě, že postupně dojde k plnému uplatnění warrantu, OpenAI bude posléze v AMD kontrolovat zhruba 10% vlastnický podíl. První tranše bude realizovatelná s dokončenou instalací prvního GW výkonu.

#AI
AMD
OpenAI
Nvidia

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

PATRIA FINANCE

- Pojďme teď na chvíli počítat. Celková cena 1 GW instalovaného výkonu se nyní pohybuje kolem 50 mld. USD. Tato cenovka zahrnuje vše od půdy, hrubé stavby, generátorů, chlazení a síťových prvků právě až po samotný výpočetní výkon, který obstarávají grafické akcelerátory. *Rack-scale* verze systému od AMD se 128 MI450X GPU jednotkami disponuje výkonem přesahujícím 200 kW. Na 1 GW instalovaného výkonu je tedy zapotřebí bezmála 5000 takových *racků*, neboli přes 600 000 MI450X GPU. MI450X zatím není na trhu a něco jako retailová cena tudíž neexistuje. Cena je závislá na konkrétní konfiguraci, objemu, technické podpoře, atp. *Bottom-up* výpočet hodnoty kontraktu se tímto komplikuje. Z minulých instalací (např. Llama clustery Mety z let 2023-2024, které pohání H100 od Nvidie) ale víme, že samotné GPU jednotky představují zhruba 50-60 % rozpočtu moderního AI data centra. OpenAI má v tomto konkrétním případě (prozatím) postavení monopsonu, tudíž bude konečná cenovka od AMD nejspíš o něco nižší. Pokud by tomu tak skutečně bylo, nemáme nic proti, neboť MI450X potřebuje tzv. *proof-of-concept* a úspěšná instalace prvního GW dle našeho názoru otevírá AMD dveře k plejádě dalších velkých projektů. Tak jako tak, 1 GW instalovaného výkonu by pro AMD měl znamenat alespoň 20-25 mld. USD tržeb (čili cca 40k USD/MI450X ve srovnání s >50k za GB200 od Nvidie). Samotný kontrakt s OpenAI by tedy měl přinést AMD hodně přes 100 mld. USD. Pro srovnání, segment grafických akcelerátorů pro AI data centra letos vygeneruje AMD zhruba 6,5 mld. USD. Příležitost je tedy ohromná a tržní reakce tomu právem odpovídá.
- Všichni velcí tržní hráči evidentně vidí v AI generační tržní příležitost. Soudě dle realizovaných a plánovaných kapitálových výdajů dokonce spíše multi-generační. Probíhající investiční cyklus do AI infrastruktury skutečně nemá v historii obdoby. AI již zpolykala téměř 1 bil. USD a jen v příštím roce zpolkne dalších >500 mld. USD. Všichni hráči (k tradiční hyperscaler čtyřce v podání AMZN, GOOGL, META, MSFT můžeme přihodit (staro)nová jména jako ORCL, CRWV, nebo NBIS) mluví o neutuchající a neukojitelné poptávce (CEO Nvidie Jensen Huang se třeba začátkem roku nechal slyšet, že objem tokenů generovaných inferencí, nikoliv tréninkem, se meziročně více než zdesetinásobil), kterou brzdí jen dostupný výpočetní výkon (*compute*). Zbrojení vstříc této investiční příležitosti tak nabývá gigantických rozměrů pod heslem co nejvíce a co nejrychleji dostupného výpočetního výkonu.
- Teď k tomu ošklivému, tohle překotné tempo již naráží na finanční limity, a to zejména u novějších hráčů, kteří nemají v zádech oporu výrazně pozitivního cash flow businessu. A že to není žádná láce vidíme i u tradičních cloudových hráčů. Třeba Meta již téměř minula svou čistou hotovost a od Oraclu, který potřebuje vybudovat již nasmlouvané kapacity, se čekají

 Copyright © 2025 Patria Finance, člen skupiny KBC

minimálně dva roky záporného cash flow. Novější hráči, mezi nimiž je obzvláště aktivní právě OpenAI, musejí být kreativnější.

- Naše dlouhodobá obliba technologického sektoru pramení mimo jiné z toho, že je z hlediska korporátních struktur obvykle velmi jednoduchý a transparentní. V nové éře AI to už, zdá se, nutně neplatí.
- V centru dění je zejména OpenAI, která je investičně/businessově propojená již s celým spektrem největších hráčů počínaje Microsoftem, přes Nvidii, CoreWeave, nebo Oracle až právě po AMD, což zvyšuje systémové riziko a na transparentnosti také nepřidá. Přestože OpenAI už není žádné ořezávátko (jedná se o největší startup s hodnotou 500 mld. USD), v oznámených dohodách běžně lítají cifry v řádu stovek miliard dolarů.
- Na to není rozvaha OpenAI prozatím uzpůsobená, neboť většinu finančních rizik ponese právě ona. Ke slovu se tak dostává různé kreativní financování. Jedním z přirozených partnerů je Nvidia, která se po posledních veleúspěšných třech letech těší velmi robustní bilanci. A to až do té míry, že je investičně velmi aktivní napříč celým AI *stackem*. Poslední dobou investovala nemalé částky třeba do Intelu, xAI, nebo právě OpenAI. Partnerství s OpenAI se týká instalovaného výkonu ve výši 10 GW, který budou poháněť čipy od Nvidie. Co na tom, že jejich nákup bude částečně financován penězi od Nvidie!? Nvidia totiž v rámci dohody investuje do OpenAI až 100 mld. USD, prvních 10 mld. USD v návaznosti na podpis smlouvy. Výměnou za investovanou částku dostane Nvidia v OpenAI vlastnický podíl.
- To AMD výhodu robustní bilance prozatím nemá, přičemž MI450X ani není na trhu. Řešení je tedy ještě o poznání kreativnější. Aby motivovala OpenAI k zatížení své bilance výše zmíněnými finančními riziky, rozhodla se AMD vypsat pro OpenAI již zmíněný warrant. AMD je hlavním beneficientem oznámené dohody, přičemž OpenAI na sebe bere finanční rizika. Vypsaný warrant je cestou, jak sladit zájmy obou stran. Na základě aktuální tržní kapitalizace by měl 10% podíl v AMD hodnotu cca 35 mld. USD.
- Přestože stávajícím akcionářům AMD hrozí někdy v budoucnu potenciálně až 10% naředění, lze i na tenhle prvek dohody nahlížet pozitivně. CEO AMD Lisa Su dle všeho věří MI450X až do takové míry, že je ochotna strčit do dveří nejenom nohu, ale hned 10 % společnosti. Výsledná tržní příležitost by totiž mohla být násobně větší. Dlužno dodat, že poslední tranše warrantu je navázaná nejenom na úspěšnou instalaci kompletních 6 GW, ale i cenu akcií AMD, která by tou dobou dle podmínek warrantu měla přesahovat 600 USD... Akcie AMD aktuálně obchodují lehce nad 200 USD.
- My jsme na podobný moment čekali bezmála dva roky, a tak zůstáváme optimisti a doporučujeme setrvat v pozicích.

 Copyright © 2025 Patria Finance, člen skupiny KBC

Disclaimer

Pro další informace viz

Patria Finance
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 111
regulovaná ČNB

Patria – institucionální klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 151
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 240
regulovaná ČNB

Patria - Research
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 128
regulovaná ČNB

Informace pro klienty skupiny Patria

Původ dokumentu:
Tento dokument je investičním doporučením (investičním tipem) připraveným analytickým oddělením (expertní tým) společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance"), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Expertní tým zahrnuje analytiky: Tomáš Vlk, Branislav Soták, Ján Hladký. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Datum a čas vytvoření a distribuce:
Datum a čas výše uvedené komunikace je datem a časem dokončení investičního tipu a datem a časem jeho prvního zveřejnění, pokud není uvedeno jinak; je to zároveň odpovídající datum a čas cen, pokud jsou uvedeny v tomto investičním tipu. Investiční tip je vytvořen k datu a času svého zveřejnění, pokud není uvedeno jinak. Investiční tip je aktuální, dokud není vyřazen ze seznamu investičních tipů. Patria Finance se nezavazuje aktualizovat investiční tip v žádný předem určený čas nebo v předem určené frekvenci.

Seznam všech investičních tipů vytvořených Expertním týmem na jakýkoli investiční nástroj či jeho emitenta za posledních 12 měsíců je dostupný ZDE.

Patria Finance bude provádět periodické aktualizace v závislosti na vývoji dané společnosti, jejích oznámeních, tržních podmínkách a dalších veřejně dostupných informacích.

Metoda oceňování:
Expertní tým k vytváření investičních tipů využívá vlastní screening společností z indexů Stoxx Europe 600 a S&P 500, který počítá vážené skóre valuace a výhledu pro růst jednotlivých firem relativně k trhu a také relativně v každém sektoru. Data využívaná ke screeningu jsou z většiny z databáze Bloomberg. Cílem tohoto procesu je prohledat zmíněné indexy z pohledu "mimořádného růstu za rozumnou cenu".

Výstupem je seřazení sektorů a individuálních společností ve 2D prostoru podle jejich relativní hodnoty a růstového potenciálu, což umožní posouzení jejich relativní atraktivity. Společnosti z obou zmíněných indexů jsou prověřovány s využitím sedmi růstových metrik (oček. tržby, oček. EPS, revize EPS za poslední 4 týdny – indikace fundamentálního momenta, oček. provozní marže, oček. zisková marže, oček. změna ziskové marže, RoE) a sedmi hodnotových metrik (oček. EV/tržby, oček. P/E, PEG (P/E k oček. dlouhodobému růstu), výnos volného cash flow, EV/EBITDA, P/B, dividendový výnos).

Výstup je předmětem následného výběru Expertním týmem na základě standardních oceňovacích technik, jako jsou DCF, DDM, porovnávání ve skupině srovnatelných společností (MBV), RoE/CoE, EV/IC ku ROIC/WACC, se zaměřením na zajímavé investiční příběhy a dlouhodobý růstový potenciál. Popis zmíněných standardních oceňovacích technik je k dispozici ZDE.

Především v případě krátkodobých investičních tipů Expertní tým přihlíží také k dalším proměnným, které jsou těžko modelovatelné. Zahrnují momentum (pozitivní/negativní tržní sentiment směrem ke společnosti, projevený v silné tendenci zvyšovat/snižovat expozici), finanční výsledky (zda výsledky povedou ke zlepšení/zhoršení tržních konsenzuálních odhadů), zprávy/události (například o fúzích, akvizicích, projevech vyšší moci, změnách regulace) nebo technické signály (standardní ukazatele jako technická podpora/rezistence, prolomení dlouhodobých trendů na grafech).

Investiční tipy Patria Finance jsou principiálně zaměřené pouze na dlouhé pozice, proto v posledních 12 měsících bylo 100 % doporučení ve směru Koupit (tj. očekávaný celkový výnos vč. dividend 5 % a více). Když investiční tip přestane být aktuální, Patria Finance ho vyřadí ze seznamu investičních tipů. Vyřazené tipy včetně celé historie jsou následně dostupné ZDE. K investičnímu tipu se neváže konkrétní zveřejňovaná cílová cena.

Konflikt zájmů:
Investiční tip není připravován v souladu s požadavky právních předpisů, které jsou určeny k vytváření nezávislého investičního výzkumu, a není předmětem zákazu obchodování před vlastní distribucí. I přesto byl tento dokument i další dokumenty připravované Expertním týmem vytvořen v souladu s pravidly pro zamezení střetu zájmů.

Propojené entity a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou uskutečňovat investiční rozhodnutí, která nejsou konsistentní s investičními doporučeními Expertního týmu nebo názory vyjádřenými v daných dokumentech. Investoři by proto měli tento daný investiční tip považovat pouze za jeden z několika faktorů při svých investičních rozhodnutích.

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do střetu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz.

Autor investičního tipu potvrzuje, že na svém účtu nemá žádné zmíněné finanční instrumenty.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční tipy analytiků Patrie. Doporučení makléřů Patrie či jiných zaměstnanců Patrie, ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na (i) investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem (ii) na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Část analytického týmu vytvářející investiční tipy je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

(1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta");
(2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
(3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovnictví;
(4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
(5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
(6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
(7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
(8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost	Střet zájmů
------	-----

Patria Finance ani entity ze skupiny KBC nemají žádnou korporátní dohodu s emitentem akcií, na které Patria Finance vydala expertní doporučení, a proto Patria Finance neoznamuje podíl doporučení Koupit/Držet/Prodat (či ekvivalentů) za posledních 12 měsíců a podíl emitentů odpovídající každé z této kategorií, se kterými měla za posledních 12 měsíců vztah v investičním bankovnictví.

Copyright © 2025 Patria Finance, člen skupiny KBC

Odměna analytiků:
Členové Expertního týmu jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovnictví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných investičních tipech.

Rizika a další všeobecné informace:
Patria Finance při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoliv finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Jurisdikce mimo Českou republiku:
Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takovéhoto omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.

 Copyright © 2025 Patria Finance, člen skupiny KBC

PATRIA FINANCE