EQUITY RESEARCH SEMICONDUCTORS · AI INFRASTRUCTURE · NASDAQ: NVDA

NVIDIA — היתרון התחרותי של הפלטפורמה המשולבת

השילוב בין מאיצים, מעבדים, תקשורת ותוכנה מרחיב את סל המוצרים שמספקת NVIDIA בתשתיות בינה מלאכותית ואת פוטנציאל ההכנסות שלה.

מועד פרסום: 28 בספטמבר 2026 · נתוני שוק: 6 באוקטובר 2026

מחיר מניה	שווי שוק	צמיחת הכנסות FY28
$239.24	$5.78T	~70%
סגירת 6.10.2026	ליום 6.10.2026	תחזית ההנהלה

מנוע הצמיחה	מנוע ה-Content	מנוע הביקוש	הסיכון החדש
מעבר ל-Inference ול-Agentic AI	**חלק גדל בדולר התשתית**	**מעבר ל-Hyperscalers**	**שימוש במאזן**
צריכת ה-Compute גדלה מהר יותר מהירידה בעלות הטוקן.	גם באובדן נתח במאיצים, החלק בדולר התשתית גדל דרך CPU, רשת ותוכנה.	פלח ACIE הגיע לכ-40 מיליארד דולר הכנסות ברבעון השני וצומח מהר יותר.	תמיכה פיננסית בלקוחות מעלה את חשיבות איכות התזרים.

01 תקציר מנהלים EXECUTIVE SUMMARY

תזה מרכזית

הגדרתה של NVIDIA כיצרנית מאיצים גרפיים אינה משקפת עוד את רוחב פעילותה. החברה מתפתחת לפלטפורמה משולבת לתשתיות מחשוב לבינה מלאכותית, הכוללת מאיצים, מעבדים מרכזיים ומעבדי תשתית, מערכות מחשוב ברמת ארון, פתרונות תקשורת, תוכנה וכלי סימולציה. פתרונות הקישוריות שלה תומכים הן בהרחבת מערכות מחשוב בודדות והן בחיבור בין מערכות, באמצעות טכנולוגיות Scale-up ו-Scale-out.

התוצאות והתחזית — רף הציפיות ממשיך לעלות

הכנסות החברה ברבעון השני של שנת הכספים FY2027 הסתכמו ב-96.2 מיליארד דולר. מגזר מרכזי הנתונים הניב הכנסות של כ-89 מיליארד דולר, מתוכן כ-49 מיליארד דולר מלקוחות הענן הגדולים וכ-40 מיליארד דולר מפעילות המסווגת כ-ACIE. שיעור הרווח הגולמי עמד על 75.0%. תחזית ההכנסות לרבעון השלישי עומדת על 108 מיליארד דולר, בטווח סטייה של ±2%.

בשיחת התוצאות הציגה ההנהלה הערכה ראשונית לצמיחה של כ-70% בהכנסות בשנת הכספים FY2028, לעומת תחזית הקונצנזוס שעמדה אז על כ-45%. בהמשך עלתה תחזית הקונצנזוס לכ-69%.

נקודות המפתח

01 **המעבר לדור החדש ופוטנציאל ההכנסות.** ההנהלה צופה כי מערכות Vera Rubin יהוו כ-20% מהכנסות מגזר מרכזי הנתונים כבר ברבעון השלישי. פוטנציאל ההכנסות לכל ג'יגה-ואט עולה מכ-25 מיליארד דולר במערכות Blackwell לכ-40 מיליארד דולר במערכות Vera Rubin.

02 **התרחבות בסיס הלקוחות.** פעילות ACIE, הכוללת ספקיות ענן לבינה מלאכותית, תעשייה וארגונים, מהווה כבר כמחצית מהכנסות מגזר מרכזי הנתונים וצומחת בקצב מהיר יותר מהפעילות מול ענקיות הענן. התרחבות זו עשויה למתן את התלות בענקיות הענן ואת החשיפה לפיתוח שבבים ייעודיים על ידן.

03 **עלויות הזיכרון מכבידות על הרווחיות.** שיעור הרווח הגולמי צפוי לרדת לשפל של 71%–72% ברבעון הרביעי, ובהמשך להתייצב ברמה של 72%–73% בשנת הכספים FY2028. התחייבויות הרכש והקיבולת עלו מ-119 מיליארד דולר ל-279 מיליארד דולר. התחייבויות אלה מסייעות להבטיח את זמינות האספקה, אך מגדילות את החשיפה במקרה שהביקוש יהיה נמוך מהצפוי.

04 **התרחבות ההשקעות והמעורבות במימון התשתיות.** תיק ההשקעות האסטרטגיות, הכולל השקעות מיעוט בלקוחות, במעבדות בינה מלאכותית ובשותפים, מסתכם בכ-99 מיליארד דולר. לצדו קיימות התחייבויות השקעה נוספות של כ-25 מיליארד דולר וערבויות לערך שיורי המוגבלות לתקרה של 105 מיליארד דולר. מזכרי ההבנות עם שש פלטפורמות הון מציבים יעד של יותר מ-500 מיליארד דולר של הון מצדדים שלישיים. החברה מרחיבה בכך את מעורבותה במימון הלקוחות ובפיתוח התשתיות שעליהן נשען הביקוש למוצריה.

05 **התזרים והגבייה במוקד.** תזרים המזומנים החופשי ירד ברבעון השני ל-21.3 מיליארד דולר, לעומת 48.6 מיליארד דולר ברבעון הראשון. יתרת הלקוחות עלתה מ-40.7 מיליארד דולר ל-63.1 מיליארד דולר, וימי גביית הלקוחות עלו מ-45 ל-60. ההנהלה מייחסת את השינוי לתנאי תשלום מורחבים בהסכמים רב-רבעוניים עם לקוחות בדירוג השקעה. במקביל הנפיקה החברה אג"ח בהיקף של 25 מיליארד דולר. מוקד המעקב הוא קצב גביית ההכנסות ויכולתה של החברה לתרגם את הצמיחה לתזרים מזומנים.

עמדת המחקר

יתרונה התחרותי של NVIDIA נשען על יכולתה לתכנן את מערכת המחשוב כולה כמכלול משולב של שבבים, תקשורת ותוכנה. השילוב נועד להגדיל את תפוקת הטוקנים ביחס לעלות ולצריכת החשמל, לשפר את ניצולת משאבי המחשוב ולקצר את הזמן עד להפעלת המערכת. יכולת זו תומכת במעמדה כפלטפורמה משולבת לתשתיות בינה מלאכותית.

02 הבסיס לתזת ההשקעה ב-NVIDIA INVESTMENT CASE

הפלטפורמה מתרחבת ובסיס הלקוחות מתרחב

היתרון התחרותי נשען על המערכת כולה

יתרונה התחרותי של NVIDIA נשען על שילוב של חומרה, תוכנה ומערך של מפתחים ושותפים. כדי להתחרות בה, נדרש להציע חלופה אטרקטיבית ברמת מערכת המחשוב כולה. לצד ביצועי המאיצים, התחרות נבחנת גם בתוכנה, בתקשורת, ביכולת להרחיב את המערכת, בקלות הפריסה ובגמישות השימוש במשאבי המחשוב.

Software	Scale-out	Scale-up	CPU	GPU
CUDA / CUDA-X	InfiniBand / Spectrum-X	NVLink	Grace / Vera	Blackwell / Rubin

שכבות ליבה שכבות משלימות

הנהלת החברה מציגה עלייה בפוטנציאל ההכנסות לכל ג'יגה-ואט של תשתית מחשוב: מכ-18 מיליארד דולר בדור Hopper, לכ-25 מיליארד דולר בדור Blackwell ולכ-40 מיליארד דולר בדור Vera Rubin. מדובר באומדן להזדמנות ההכנסות, המשקף את הרחבת סל המוצרים שמספקת החברה בתשתיות בינה מלאכותית, ולא בתחזית הכנסות מחייבת.

הביקוש מתרחב מעבר לענקיות הענן

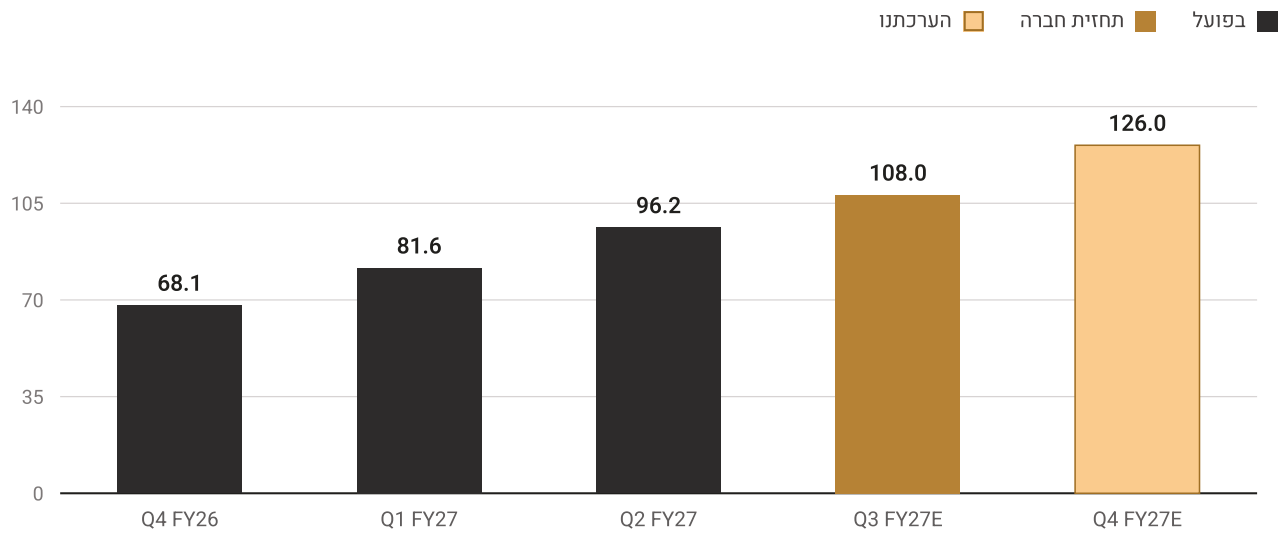
ברבעון השני הסתכמו ההכנסות מלקוחות הענן הגדולים בכ-49 מיליארד דולר, וההכנסות מפעילות ACIE הגיעו לכ-40 מיליארד דולר. פעילות זו, הכוללת ספקיות ענן לבינה מלאכותית, תעשייה וארגונים, מהווה כ-45% מהכנסות מגזר מרכזי הנתונים. הרכב ההכנסות ממחיש את חשיבות הביקוש מצד לקוחות נוספים מעבר לענקיות הענן.

המשמעות לתזת ההשקעה

התרחבות הביקוש בקרב ספקיות ענן ייעודיות וארגונים עשויה להגדיל את חשיבותה של מערכת משולבת ומוכנה להפעלה. עבור לקוחות שאין להם יכולת לפתח שבבים ייעודיים ותשתית תוכנה עצמאית, השילוב שמציעה NVIDIA עשוי לצמצם את מורכבות ההקמה ולהאיץ את הפעלת תשתיות המחשוב.

איור 01 **מסלול ההכנסות הרבעוני**

במיליארדי דולר — בפועל, תחזית הנהלה והערכתנו



רבעון Q3 מוצג לפי תחזית ההנהלה; Q4 מוצג לפי הערכתנו.

03 תשתיות ומחשוב AI AI INFRASTRUCTURE

התחרות נבחנת ברמת תשתית המחשוב כולה

לקוחות מבקשים להפיק תפוקה שימושית רבה ככל האפשר במגבלות החשמל, השטח וההשקעה. לצד ביצועי המחשוב הגולמיים, הם בוחנים את תפוקת הטוקנים ביחס לעלות ולהספק החשמלי, את ניצולת משאבי המחשוב, את זמינות המערכת, את הזמן הדרוש לפריסה ולהפעלה ואת אורך החיים הכלכלי שלה.

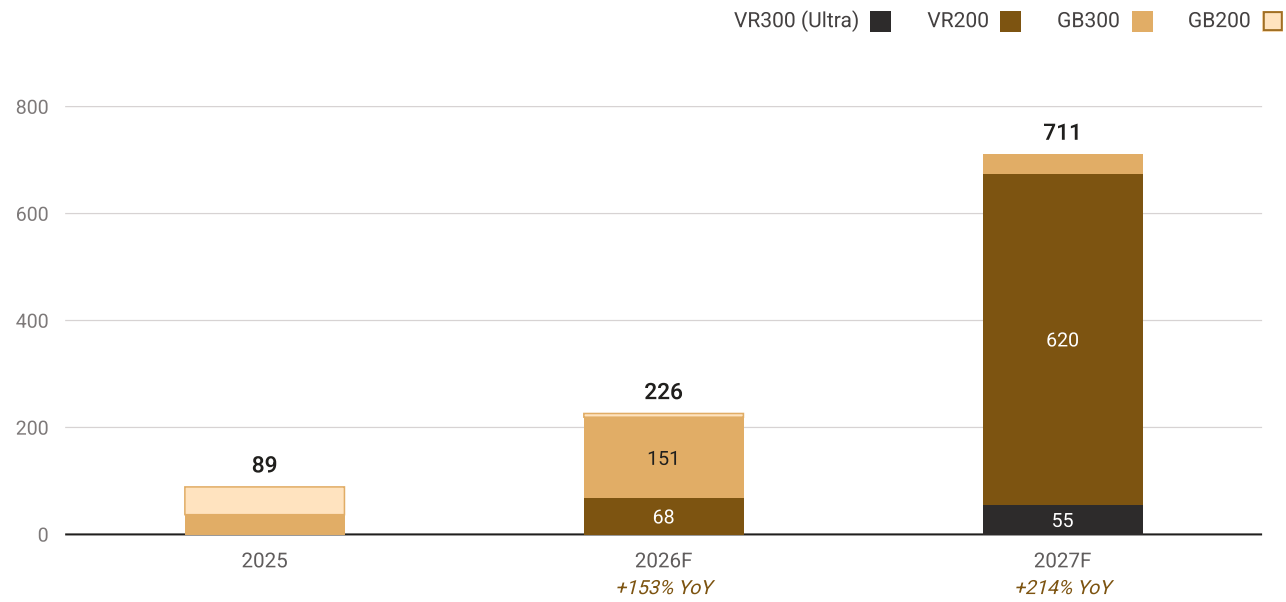
מגמה זו תומכת ביתרונה התחרותי של NVIDIA. תכנון משולב של המעבדים המרכזיים, המאיצים, קישוריות NVLink, תשתית התקשורת והתוכנה מאפשר לחברה להתמקד בשיפור הביצועים והיעילות הכלכלית של המערכת כולה.

המעבר לדור החדש וסיכון ההחלפה

החברה החלה במשלוחים מסחריים של מערכות Vera Rubin, וההנהלה צופה כי הן יהוו כ-20% מהכנסות מגזר מרכזי הנתונים כבר ברבעון השלישי. אם קצב ההטמעה יתממש בהתאם לציפיות, הוא עשוי לצמצם את הסיכון לפער זמני במכירות בין דורות Blackwell ו-Rubin.

איור 02 **ערך מערכות NVL72-class**

במיליארדי דולר, לפי דור מערכת — תחזית תעשייה



האומדן המוצג מצביע על גידול של כמעט פי 8 בהיקף הכספי הכולל של המערכות בין השנים 2025 ו-2027, לצד שינוי בתמהיל דורות המוצרים. פילוח הרכיבים מוצג בקירוב.

המעבדים המרכזיים מחזקים את השליטה בתכנון המערכת

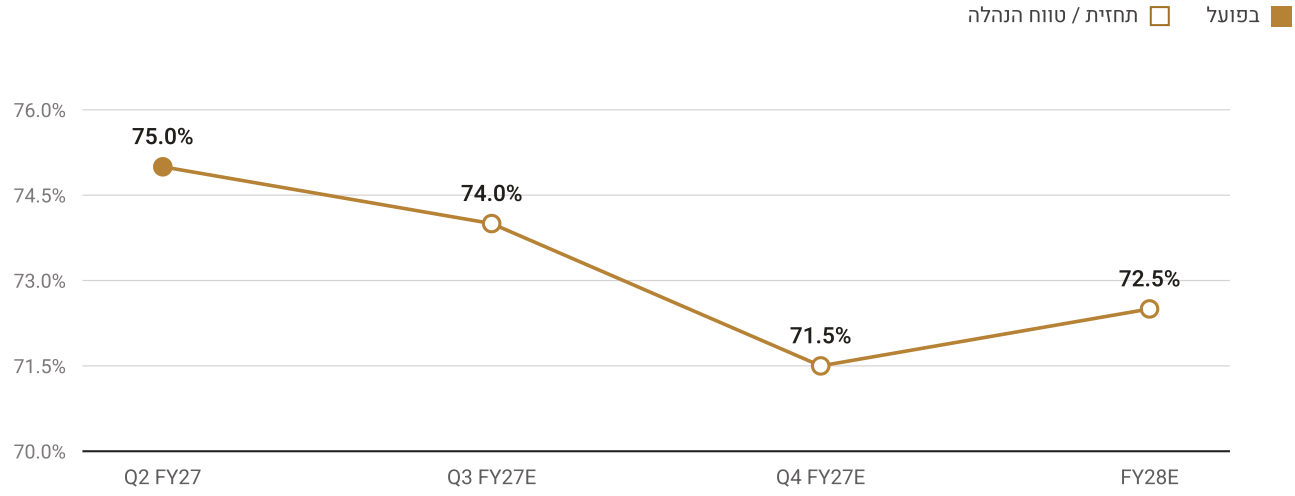
ההכנסות ממעבדי Grace חצו רף של כ-5 מיליארד דולר במונחי קצב שנתי, ומעבדי Vera כבר נכנסו לייצור. חשיבותם האסטרטגית חורגת מתרומתם הישירה להכנסות: השליטה בתכנון המעבדים מאפשרת ל-NVIDIA לשלבם באופן הדוק יותר עם המאיצים ועם קישוריות NVLink, ומצמצמת את התלות במעבדים של ספקים חיצוניים המבוססים על ארכיטקטורת x86.

עלויות הזיכרון מכבידות על הרווחיות

לפי ההנהלה, תנאי התמחור בשוק הזיכרון מכבידים על הרווחיות. תחזית שיעור הרווח הגולמי לרבעון השלישי של שנת הכספים FY2027 עומדת על כ-74%. החברה צופה ירידה לטווח של 72%–71% ברבעון הרביעי, ולאחר מכן התייצבות בטווח של 73%–72% בשנת הכספים FY2028.

איור 03 מסלול הרווח הגולמי

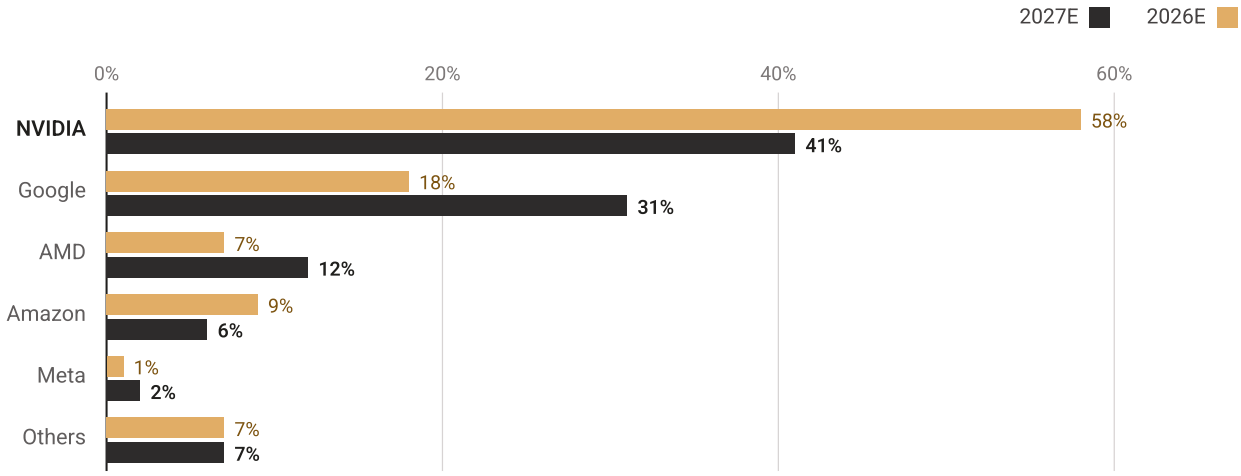
אחוז מההכנסות — Q4 ו-FY2028 מוצגים בנקודת האמצע של הטווח



התחזית מצביעה על ירידה ברווחיות עד לרבעון הרביעי, ובהמשך על התאוששות חלקית. הערכים 71.5% ו-72.5% המוצגים בתרשים הם מרכזי טווחי התחזית.

איור 04 השינוי בהרכב הביקוש לזיכרון

התפלגות ביקוש HBM לפי לקוח — 2026E מול 2027E



לפי התחזית המוצגת, חלקה של NVIDIA בביקוש לזיכרון רחב פס, HBM, צפוי לרדת מ-58% בשנת 2026 ל-41% בשנת 2027, לצד עלייה בחלקן של גוגל ו-AMD.

הבטחת האספקה מגדילה את החשיפה לסטייה מהתחזיות

התחייבויות הרכש והקיבולת של NVIDIA עלו מ-119 מיליארד דולר ל-279 מיליארד דולר. התחייבויות אלה נועדו להבטיח את זמינות האספקה ואת קיבולת הייצור הדרושה לחברה. לצד התועלת התפעולית, היקפן מגדיל את החשיפה במקרה שהביקוש יהיה נמוך מהצפוי.

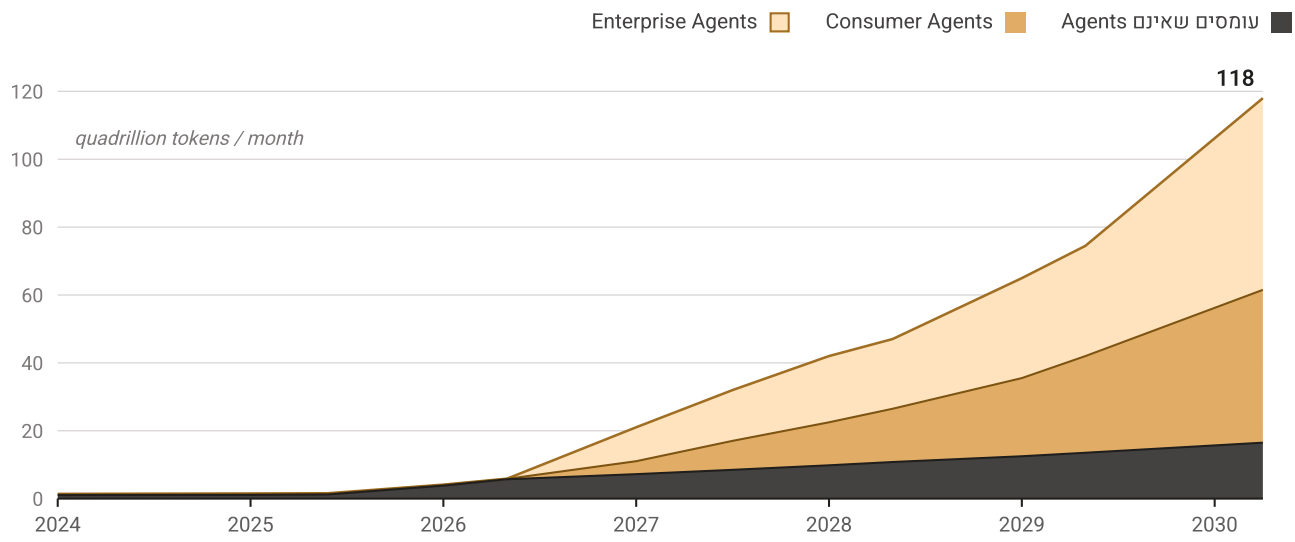
הסקה כמנוע הצמיחה הבא

השלב הראשון של גל ההשקעות בבינה מלאכותית התבסס בעיקר על אימון מודלים. בשלב הבא, ההסקה (Inference) צפויה למלא תפקיד מרכזי יותר: שיחות עם מודלים, פעולות של סוכני בינה מלאכותית, כתיבת קוד, יצירת תמונות ויישומים עסקיים מייצרים ביקוש שוטף למשאבי מחשוב.

ירידה בעלות ההסקה עשויה להרחיב את השימוש במודלים ולהפוך יישומים נוספים לכדאיים מבחינה כלכלית. אם הגידול בנפח השימוש יפצה על הירידה בעלות ליחידה, ההוצאה הכוללת על מחשוב עשויה להמשיך לעלות. השאלה המרכזית היא אפוא עד כמה הביקוש מגיב לירידה במחיר השימוש במודלים.

איור 05 **תחזית להתרחבות צריכת הטוקנים עד סוף העשור**

הערכת כמות Tokens חודשית ליישומי Agentic AI, בקוודריליונים



לפי התחזית המוצגת, השימוש בסוכני בינה מלאכותית עשוי להגדיל את צריכת הטוקנים הכוללת פי 24 בין 2024 ל-2030, כאשר סוכנים ארגוניים צפויים לתרום את מרבית התוספת.

נקודת מפתח

אם קצב יצירת הטוקנים יתקרב לרמות החזויות, יהיה צורך לבחון אם השיפור ביעילות המודלים יספיק כדי לקזז את הגידול בצורכי המחשוב הנובע מהתרחבות השימוש.

התחרות מצד שבבים ייעודיים והיתרון שבגמישות המערכת

שבבים ייעודיים (ASIC) עשויים ליהנות מיתרון בעלות ובצריכת החשמל בעומסי הסקה יציבים ומוגדרים היטב. בהתאם לכך, נתח השוק של NVIDIA עשוי להשתנות בין יישומי ההסקה השונים.

אחד היתרונות התחרותיים של מערכות NVIDIA הוא הגמישות בהקצאת משאבי המחשוב בין עומסי עבודה שונים. אותה מערכת יכולה לשמש להכנת נתונים, לאימון מודלים, לאימון משלים, ללמידת חיזוק ולהפעלת סוכני בינה מלאכותית. גמישות זו עשויה להיות בעלת ערך ללקוחות שתמהיל עומסי העבודה שלהם משתנה לאורך זמן.

05 סוכני AI כמנוע ביקוש למחשוב AGENTIC AI

ריבוי הפעולות מרחיב את צורכי המחשוב לכל משימה

השימוש בסוכני בינה מלאכותית צפוי להגדיל את היקף המחשוב הדרוש להשלמת משימה. אינטראקציה אחת של משתמש יכולה להניע רצף של פעולות: תכנון, הפעלת כלים, אחזור מידע, אימות תוצאות וניסיונות חוזרים. כל אחת מהפעולות עשויה לדרוש עיבוד נוסף, כך שהביקוש למחשוב תלוי גם במספר השלבים ובמורכבותם.

לפי הערכת הנהלת NVIDIA, משימה שמבצע סוכן עשויה לדרוש פי 15 עד פי 100 יותר משאבי מחשוב מאינטראקציה ישירה של משתמש, בהתאם לסוג המשימה. יש לראות בטווח זה הערכה של ההנהלה, ולא יחס קבוע החל על כלל המשימות. עם זאת, הוא ממחיש את הפוטנציאל להתרחבות הביקוש למחשוב עם התפתחות השימוש בסוכנים.

ה-CPU חוזר להיות שכבה אסטרטגית

עומסי העבודה של סוכני בינה מלאכותית דורשים שילוב של משאבי מחשוב. לצד המעבדים הגרפיים, נדרשים גם מעבדים מרכזיים לצורך הפעלת כלים, גישה למסדי נתונים, ניהול זיכרון והעברת נתונים. פיתוח מעבדי Vera משתלב אפוא באסטרטגיה של NVIDIA לספק מערכת משולבת הנותנת מענה למכלול צורכי המחשוב של המשימה.

השלכה על התזה

מספר המשתמשים לבדו אינו מספיק להערכת הביקוש למחשוב. מספר הסוכנים, כמות הפעולות שמבצע כל סוכן ומורכבות תהליכי ההסקה עשויים להפוך לגורמים מרכזיים בקביעת צורכי המחשוב.

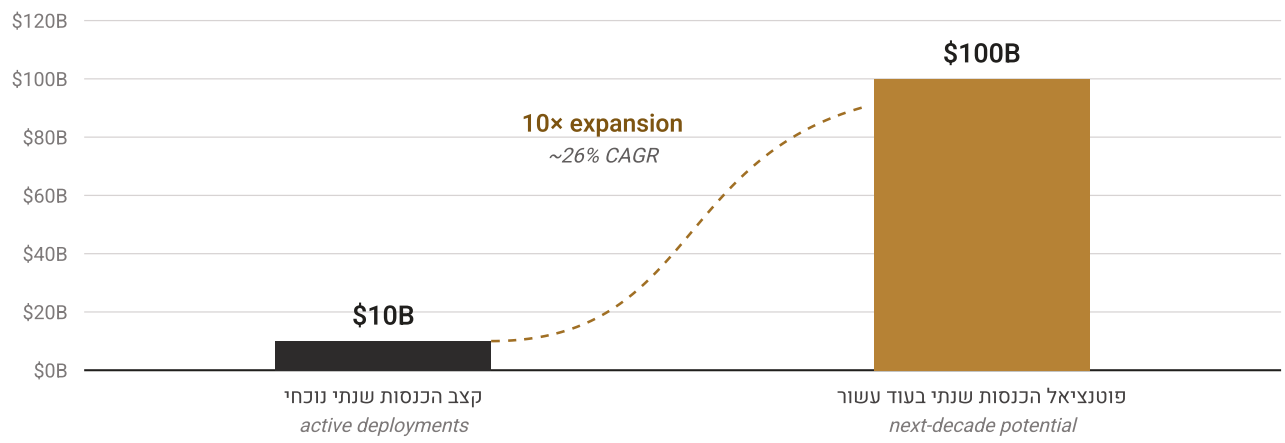
06 Physical AI PHYSICAL AI

בינה מלאכותית בעולם הפיזי (Physical AI), הכוללת בין היתר רובוטיקה וכלי רכב אוטונומיים, מציעה ל-NVIDIA פוטנציאל צמיחה משמעותי לטווח ארוך.

NVIDIA מספקת תשתיות וכלים לשלושה שלבים מרכזיים: אימון מודלים במרכזי נתונים; סימולציה ופיתוח באמצעות Cosmos, Omniverse ו-Isaac; והפעלת המודלים במערכות פיזיות באמצעות Jetson ו-DRIVE.

איור 06 **Physical AI — אופציונליות ארוכת טווח**

הכנסות שנתיות מרובוטיקה, מכלי רכב אוטונומיים וממערכות בינה מלאכותית בעולם הפיזי



היתרון האסטרטגי של NVIDIA טמון ביכולתה לשרת מגוון יצרנים ויישומים. כדי ליהנות מצמיחת התחום, החברה אינה נדרשת לזהות מראש אילו יצרניות רובוטים יובילו את השוק. היא יכולה לספק תשתיות מחשוב, כלי סימולציה ותוכנה למספר רב של חברות המפתחות מערכות ויישומים.

המשמעות להערכת השווי

תחומי הרובוטיקה והבינה המלאכותית בעולם הפיזי עשויים להוסיף לערכה של NVIDIA בטווח הארוך. בתרחיש הבסיס, מנועי הערך המרכזיים נותרים פעילות מרכזי הנתונים, ההסקה והפעלת סוכני הבינה המלאכותית.

07 מימון תשתיות AI והסיכונים הנלווים

RISKS & ECOSYSTEM FINANCING

NVIDIA מרחיבה את תפקידה במימון התשתיות

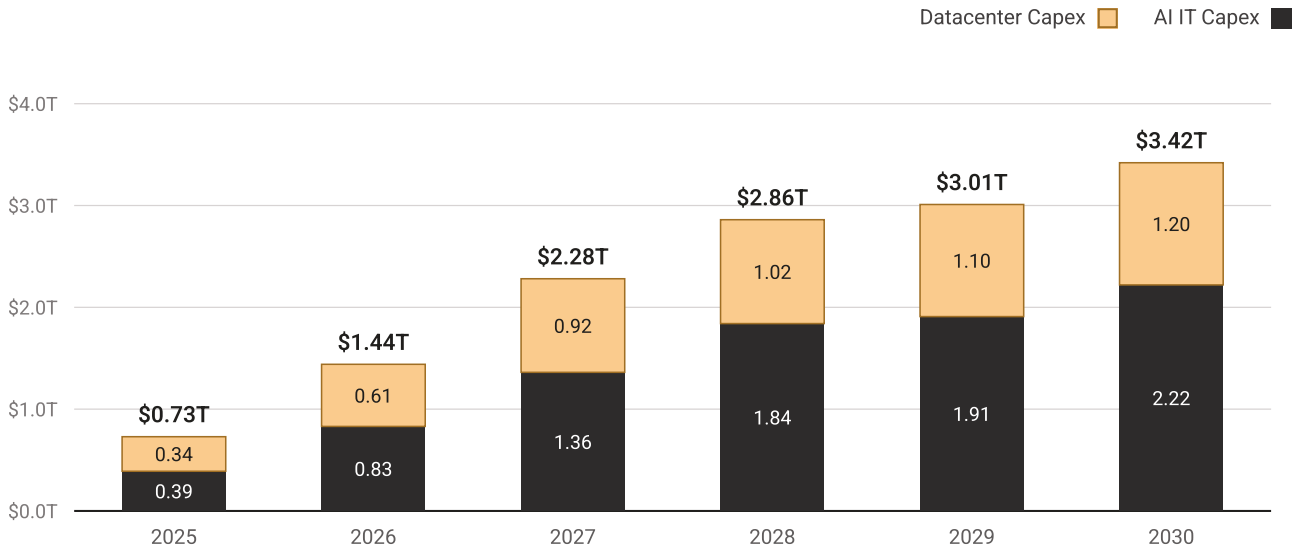
צמיחתה של NVIDIA תלויה גם ביכולת לקוחותיה ושותפיה לממן את הקמת התשתיות. ככל שההשקעות בתשתיות בינה מלאכותית מתרחבות, החברה ממלאת תפקיד פעיל יותר בשיפור יכולתם של פרויקטים לגייס מימון. מעורבות זו כוללת התחייבויות רכישה, הסכמי חכירה, ערבויות, הבטחת הכנסות מינימום, השקעות הוניות ושיתופי פעולה עם משקיעים מוסדיים.

התחייבויות אלה עשויות להגדיל את הוודאות לגבי הכנסותיהם העתידיות של הפרויקטים ולהקל על גיוס הון מגורמים חיצוניים. כך NVIDIA מסייעת בהקמת תשתיות שבהן ישולבו מערכות המחשוב שלה, ותומכת בהתרחבות הביקוש למוצריה.

Supply & Capacity	AI Cloud Agreements	Backstop עם Capacity
$279B	**$36B**	**~6.5GW**
לעומת $119B ברבעון קודם	מצטבר על פני כשש שנים	רובה בשלבי הקמה

איור 07 היקף ההשקעות מחייב השתתפות של מקורות הון נוספים

Capex עולמי ל-AI IT ול-Datacenters, בטריליוני דולר



היקף ההשקעות הצפוי בתשתיות בינה מלאכותית מחייב מימון ממגוון מקורות. NVIDIA אינה נדרשת לממן מרכזי נתונים במלואם: התחייבויותיה המסחריות ואיתנותה הפיננסית עשויות לסייע לפרויקטים לגייס מימון מבנקים, מקרנות אשראי ומקרנות השקעה פרטיות.

התמיכה בצמיחה כרוכה בחשיפה נוספת

לצד תרומתן להרחבת התשתיות, התחייבויות אלה עשויות לחשוף את NVIDIA לסיכונים נוספים. אם הביקוש יהיה נמוך מהצפוי, ניצולת התשתיות תהיה מוגבלת או הקמת הפרויקטים תתעכב, התחייבויות רכישה, ערבויות והבטחות להכנסות מינימום עלולות ליצור עלויות או חבויות לחברה. היקף החשיפה תלוי בתנאי ההסכמים ובחלוקת הסיכונים בין הצדדים.

לפיכך, בחינת מנגנון המימון צריכה להתייחס הן לתרומתו לצמיחת המכירות והן להתחייבויות ש-NVIDIA מקבלת על עצמה כדי לאפשר את הרחבת התשתיות.

תמיכה בהכנסות ספקי הענן מאפשרת גיוס מימון

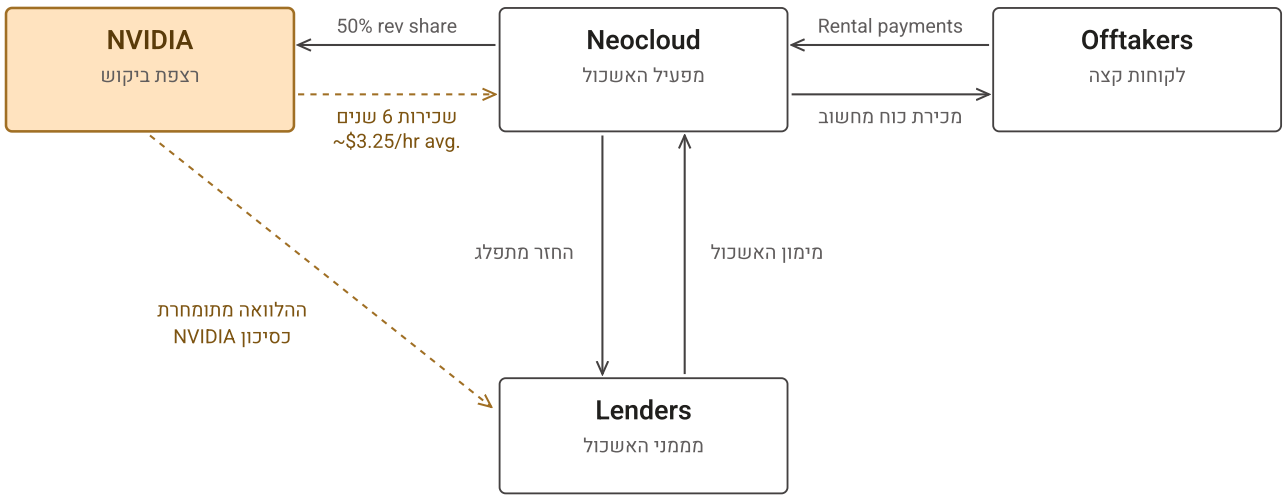
במסגרת תוכנית השותפים בענן של NVIDIA (AICP), החברה מספקת התחייבות מותנית לשכירת קיבולת מחשוב המבוססת על מעבדים גרפיים לאורך תקופה ממושכת, במחיר הנמוך ממחיר השוק החזוי. מנגנון זה נועד לתמוך ברף הכנסות מינימלי לספק הענן ולהקטין את הסיכון שאשכול המחשוב לא ייצר הכנסות המספיקות לשירות החוב.

מבחינת NVIDIA, המנגנון עשוי לתמוך בהקמת קיבולת נוספת ובמכירת מערכות מחשוב. מבחינת ספק הענן, הוא עשוי לשפר את יכולת גיוס המימון, בעוד שמכירת שירותי מחשוב ללקוחות במחירים שמעל לרף המובטח מספקת פוטנציאל להכנסות נוספות.

מבנה AI Cloud Partner (AICP) איור 08

Revenue Floor שמאפשר ל-Neocloud לקבל מימון

זרימת כסף / שירות ---- התחייבות מותנית של NVIDIA



החברה משמשת Backstop חלקי לביקוש, בעוד המלווים ממנים את ה-Cluster וה-Neocloud מוכר Compute ל-Offtakers.

התחייבויות NVIDIA תומכות בגיוס הון חיצוני

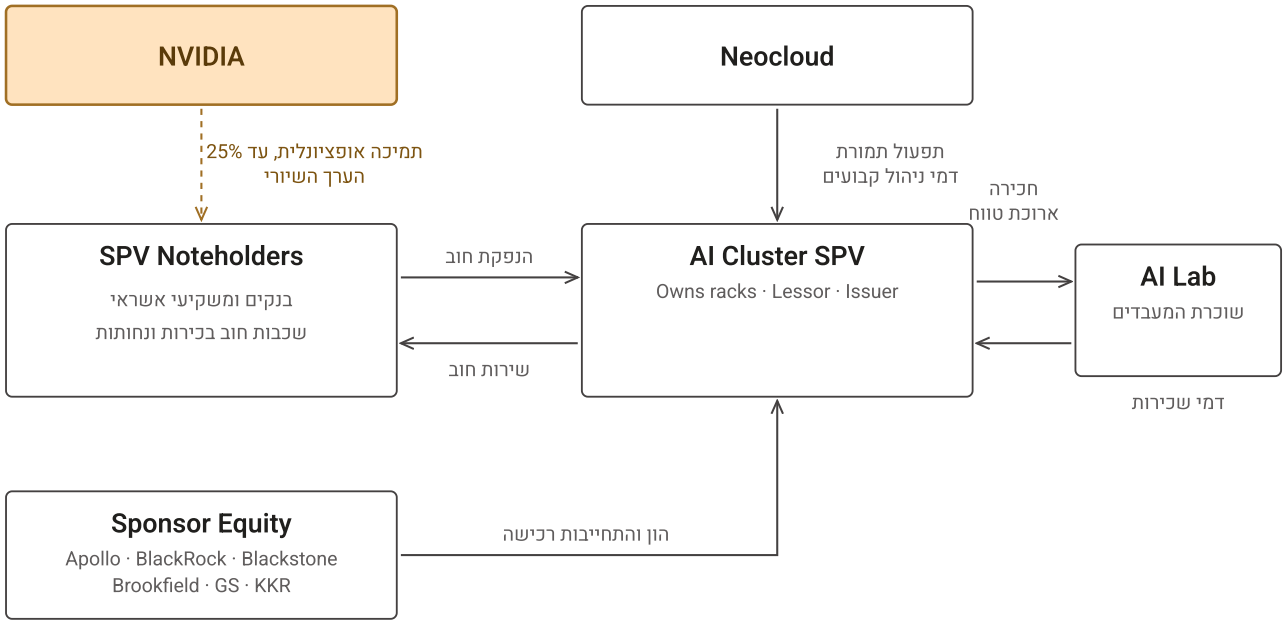
שיתופי הפעולה עם פלטפורמות הון מוסדיות נועדו לאפשר גיוס של יותר מ-500 מיליארד דולר ממקורות חיצוניים. במבנה המוצע, חברה ייעודית (SPV) מחזיקה בארונות המחשוב וממנת אותם באמצעות שילוב של חוב והון. NVIDIA רשאית לספק תמיכה מוגבלת בערך השיורי של הציוד, בהיקף של עד 25% מהעסקה, לצד השקעות הוניות. בין הגופים שעמם מוזכרים מזכרי הבנות נמנים Goldman Sachs, Brookfield, Blackstone, BlackRock, Apollo ו-KKR.

מבנה זה עשוי לאפשר גיוס הון בהסתמך על התחייבויותיה ועל איתנותה הפיננסית של NVIDIA תוך השתתפות של משקיעים ומלווים במימון התשתיות. החשיפה הכלכלית של החברה תלויה בהיקף התחייבויותיה, בתנאים למימושן ובחלוקת הסיכונים בין הצדדים. לפיכך, יש לבחון את התרומה להרחבת המכירות לצד החשיפה הנובעת מתמיכה בהכנסות ובערך הציוד.

איור 09 מבנה השותפות למימון תשתיות מחשוב

מבנה עקרוני של עסקה, ללא היקפים כספיים

זרימת כסף / שירות ---- ערבות / התחייבות מותנית



התרשים מציג מבנה עקרוני למימון אשכול מחשוב באמצעות חברה ייעודית, משקיעי הון ומלווים. NVIDIA רשאית לספק תמיכה מוגבלת בערך השיורי של הציוד, בהיקף של עד 25% מהעסקה ובהתאם לתנאיה. המבנה עשוי להשתנות בין עסקאות.

המשמעות האסטרטגית: ככל שהמבנה עובר מתמיכה רחבה בהכנסות לתמיכה מוגבלת בערך השיורי של הציוד, NVIDIA עשויה לתמוך בהיקף גדול יותר של תשתיות מחשוב ביחס להיקף התחייבויותיה. מבנה כזה עשוי להרחיב את מספר הפרויקטים שהחברה יכולה לסייע במימונם באמצעות מסגרת התחייבויות נתונה.

מנגנוני התמיכה הקיימים יוצרים חשיפה מותנית

NVIDIA כבר מספקת תמיכה בגיוס אשראי לפרויקטים בהיקף של מספר גיגה-ואט. מנגנוני התמיכה משתנים בין העסקאות: חלקם כוללים ערבויות הקשורות לקרקע, לאספקת החשמל ולמעטפת המבנה; אחרים כוללים תמיכה באשראי לרכיבים מסוימים בעסקה או ערבויות לתשלומי שכירות.

לכל מנגנון תנאים שונים למימוש והיקף חשיפה שונה. לכן, הערכת החשיפה מחייבת בחינה נפרדת של כל סוג התחייבות, לרבות הסכום, התקופה והתנאים להפעלתה. התחייבויות מותנות עלולות להתממש בתרחיש לחץ ולהכביד על תזרים המזומנים העתידי של החברה.

איור 10 **ערבויות ותמיכה באשראי לפרויקטי מרכזי נתונים**

עסקאות עם Credit Support מזוהה

עסקה	Capacity (GW)	התחייבות NVIDIA
PORTS-Pike — OpenAI / SB Energy	4.25	תקרת ערבות Land, Power and Shell · $105.00B
לקוח שזהותו לא פורסמה	2.00	Selective Credit Enhancement · סכום לא פורסם
Ward County — Nscale / Ionic Digital	0.23	תקרת ערבות שכירות $0.86B · חמש שנות חכירה ראשונות
סה"כ נכלל	**6.48**	**$105.86B תקרות שפורסמו + Credit Support שאינו מכומת**
אופציית הרחבת PORTS-Pike — לא נכללת	3.80	אופציה בלבד; אין התחייבות

הסיכום כולל תקרות תמיכה כספיות שפורסמו בסך 105.86 מיליארד דולר, לצד תמיכה נוספת שסכומה לא פורסם. הסכומים אינם אומדן לתשלום הצפוי בפועל. הרחבה אפשרית בהיקף של 3.80 גיגה-ואט אינה נכללת בסיכום ואינה מייצגת התחייבות קיימת.

התרומה לצמיחה והחשיפה בתרחיש של היחלשות הביקוש

כאשר הביקוש חזק, NVIDIA עשויה ליהנות הן ממכירת מערכות המחשוב והן מהרחבת התשתיות הזמינות ללקוחותיה. בחלק ממבני המימון היא עשויה ליהנות גם מהשתתפות בהכנסות מעבר לרף המינימלי שנקבע בהסכם.

בתרחיש של היחלשות משמעותית בביקוש, עלולה להיווצר חשיפה בכמה מישורים במקביל. ספק ענן המתקשה לעמוד בתשלומי השכירות עשוי גם לצמצם רכישות של מעבדים גרפיים. במקביל, NVIDIA עלולה להידרש לתשלומים מכוח ערבויות או התחייבויות לרכישת קיבולת ולתשלום עבורה, בהתאם לתנאי ההסכמים.

הערכת החשיפה הכלכלית

לצד היקף ההתחייבויות הכולל, יש לבחון את התשלומים NVIDIA עלולה להידרש לשלם מכוחן ביחס לתזרים המזומנים החופשי המנורמל שלה. הערכת הסיכון תלויה גם באיכות האשראי של לקוחות הקצה, בשיעור התפוסה בתשתיות וביכולת להפנות את קיבולת המחשוב ללקוחות חלופיים במקרה של אי עמידת לקוח בהתחייבויותיו.

מפת הסיכונים והמדדים למעקב

סיכון	הסתברות	עוצמת פגיעה	מדדים למעקב
תשואה נמוכה על ההשקעות בבינה מלאכותית	בינונית	**גבוהה מאוד**	הכנסות ורווחיות מפעילות בינה מלאכותית אצל ספקיות הענן הגדולות ומפתחות המודלים; ניצולת תשתיות המחשוב וקצב ההזמנות החדשות.
Custom Silicon	**גבוהה**	**גבוהה**	התקדמות פתרונות TPU, Trainium ושבבים ייעודיים של Meta ושל OpenAI/Broadcom; יכולתה של NVIDIA לשמר את מרכזיות CUDA ו-NVLink במערכות המחשוב.
עלויות זיכרון ושיעורי רווחיות	**גבוהה**	בינונית-גבוהה	מחירי זיכרון HBM וזמינותו, התאמות מחירים ושיעור הרווח הגולמי ביחס לטווח של 72%-73%.
חשיפה הנובעת מתמיכה במימון ובאשראי	בינונית	**גבוהה**	יתרות לקוחות, הארכת תנאי תשלום, ערבויות, התחייבויות לשירותי ענן והמרת הרווח לתזרים מזומנים.
מגבלות חשמל ותשתיות פיזיות	**גבוהה**	בינונית-גבוהה	זמינות קרקע, אספקת חשמל, מבנים, מערכות קירור ושנאים; עמידה בלוחות הזמנים להפעלת מערכות המחשוב.
מגבלות יצוא לסין	**גבוהה**	בינונית	רישיונות יצוא, מגבלות חדשות ויכולת החברה לשמר את פעילותה מול לקוחות בסין.
סיכוני המעבר לפלטפורמת Vera Rubin	נמוכה-בינונית	**גבוהה**	תמהיל הייצור ושיעור הרכיבים התקינים ברבעון השלישי, זמינות מערכות מחשוב מלאות ברמת הארון וקצב פריסתן אצל ספקיות הענן.
ירידה במכפיל הרווח	**גבוהה**	**גבוהה**	האטה בצמיחה לאחר שנת הכספים 2028 והפער בין קצב צמיחת הרווח לבין קצב הגידול בהשקעות ההוניות בתשתיות.

השקעות, התחייבויות ותמיכה במימון

סוג חשיפה	היקף	מהות החשיפה
התחייבויות אספקה וקיבולת	$279B	בעיקר התחייבויות הקשורות לזיכרון ולקיבולת ייצור.
השקעות הוניות שבוצעו	~$99B	חשיפה הולכת וגדלה ללקוחות ולאקוסיסטם.
התחייבויות להשקעות הוניות נוספות	~$25B	תלויות בתנאים וטריגרים שונים.
התחייבויות לשירותי ענן	~$36B	התחייבויות רב-שנתיות התומכות בהרחבת קיבולת המחשוב אצל ספקי ענן המתמחים בבינה מלאכותית.
תקרת הערבות לפרויקט PORTS	up to $105B	ערבות ערך שיורי על כ-4.25GW של מרכזי נתונים שהושלמו (לא ערבות שכירות); נכנסת לתוקף בהדרגה עם הפעלת תשעה אתרים החל מ-FY2029. תקרה מותנית.

הנתונים מתייחסים לסוגי חשיפה שונים ולמועדי מדידה שונים. חלק מהסכומים מייצגים השקעות שבוצעו, אחרים התחייבויות עתידיות, והערבות לפרויקט PORTS היא תקרה מותנית. חלק מהפריטים עשויים לחפוף, ולכן חיבורם אינו מספק אומדן מהימן לחשיפה הכוללת.

נקודת הסיכון

ככל ש-NVIDIA מרחיבה את תמיכתה במימון לקוחות הרוכשים ממנה מערכות מחשוב, גוברת החשיבות של בחינת הביקוש מצד לקוחות הקצה, עמידתם בהתחייבויות הרכישה ויכולתה של NVIDIA לתרגם את מכירותיה לתזרים מזומנים.

CONCLUSION

08 NVIDIA כספקית מערכת: מקורות הערך והסיכון לתזה

מסקנות והשלכות

השלב הראשון בתזת ההשקעה ב-NVIDIA נשען על המחסור במעבדים גרפיים. השלב הבא נשען על מעמדה כספקית מערכת משולבת ועל יכולתה לתמוך בגיוס ההון הדרוש להקמת תשתיות בינה מלאכותית.

NVIDIA מרחיבה את מקורות הערך שלה באמצעות מעבדים מרכזיים, קישוריות NVLink, רכיבי תקשורת, מעבדי DPU, תוכנה ומערכות מחשוב מלאות ברמת הארון. במקביל, תמיכתה במימון אשכולות מחשוב עשויה לאפשר הקמת פרויקטים נוספים ולהרחיב את הביקוש למוצריה. שילוב זה עשוי לתמוך בצמיחתה גם כאשר שבבים ייעודיים מבצעים חלק מעומסי העבודה.

הסיכון המרכזי לתזה הוא הופעת פלטפורמה חלופית שתציע יתרון כלכלי ברמת המערכת כולה ותצמצם את תלות הלקוחות ב-CUDA, ב-NVLink וברכיבים נוספים של NVIDIA.

מסקנת ההשקעה

תזת ההשקעה נשענת על כך שהמעבר לפלטפורמת Vera Rubin מתקדם בהתאם לתחזית, צמיחת ההכנסות בשנת הכספים 2028 נותרת קרובה ל-70% ושיעור הרווח הגולמי נשמר מעל 72%. עמידה בהנחות אלה, לצד שמירת היתרון הכלכלי של המערכת המשולבת, היא הבסיס למימוש פוטנציאל הצמיחה והרווחיות שבתחזית.

סקירה זו נועדה למטרות מחקר ומידע כללי. היא אינה מתחשבת בנתוניו, בצרכיו, במטרותיו או במצבו הפיננסי של קורא מסוים, ואינה מהווה תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים אלה.

הסקירה כוללת מידע ממקורות שונים, לצד הערכות ותחזיות המשקפות את שיקול דעת הכותב במועד הפרסום. התחזיות מבוססות על הנחות ואינן הבטחה לתוצאות עתידיות או לתשואה. שינויים בתנאי השוק, בפעילות החברה ובהנחות המודל עשויים להביא לתוצאות שונות מהותית מההערכות המוצגות.

המידע וההערכות עשויים להשתנות לאחר הפרסום. השקעה בניירות ערך כרוכה בסיכון, לרבות אפשרות לאובדן ההון המושקע.