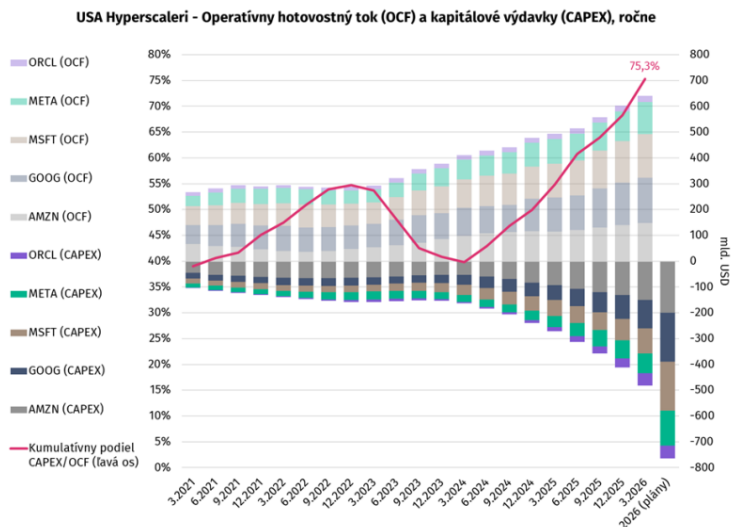


AI preteky akcelerujú

**Technologický giganti investujú do výstavby datacentier miliardy a tempo kapitálových výdavkov naďalej zrýchľuje. Ako veľmi je ohrozená ekonomika Slovenskej Republiky, po navýšení ciel na 25 % pre export áut z EÚ do USA?
Prečo investovanie do IPO pre bežného investora prináša väčšiu pravdepodobnosť straty kapitálu než zárobku?**



V súčasnosti prechádza technologický sektor bezprecedentnou transformáciou, ktorú poháňajú takzvaní hyperscaleri. Tento termín označuje dominantných poskytovateľov cloudových služieb a technologickej infraštruktúry – predovšetkým „veľkú päťku“ zahŕňajúcu spoločnosti Alphabet (Google), Amazon, Meta, Microsoft a Oracle – ktoré disponujú schopnosťou extrémneho škálovania svojich dátových centier a výpočtového výkonu pre globálne potreby. Výhľad kapitálových výdavkov (CAPEX) týchto hráčov naznačuje príchod masívneho investičného cyklu. Hyperscaleri plánujú v roku 2026 vynaložiť na kapitálové výdavky 765 mld. USD, čo predstavuje 86 % nárast oproti roku 2025 a 2,2-násobok oproti roku 2024. Kľúčovým motorom tohto rastu je umelá inteligencia, do ktorej má smerovať 75-80 % z celkového CAPEX, a to vo forme investícií do serverov, grafických procesorov (GPU) či vlastných špecializovaných AI čipov, ako je napríklad siedma generácia procesorov Ironwood od Googlu.



Hyperscaleri idú all in na výstavbu datacentier

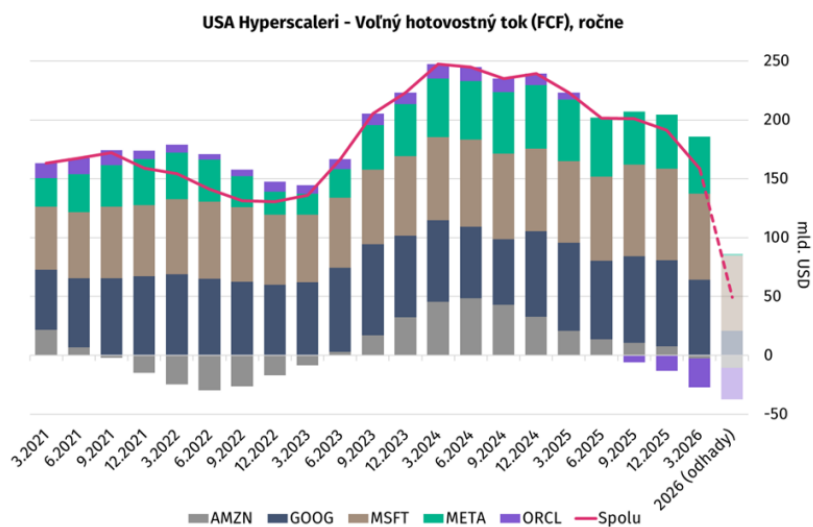
Bezprecedentný nárast kapitálových výdavkov v technologickom sektore zároveň prináša zásadný posun v biznis modeloch týchto firiem, keďže objem investícií začína pohlcovať čoraz významnejší podiel operatívnych peňažných tokov (OCF). Kumulatívny podiel CAPEX na OCF vymenovaných hyperscalerov vzrástol v prvom kvartáli 2026 na úroveň 75,3 % z pôvodných úrovní 40-55 % z rokov 2021-2024, pričom v roku 2026 má tento podiel naďalej akcelerovať. Táto skutočnosť výrazne znižuje voľné peňažné toky (FCF), ktoré sú jedným z kľúčových diskontných a valuačných ukazovateľov.

Vlastné zdroje o chvíľu nebudú stačiť

Analytici odhadujú výrazný pokles voľných peňažných tokov v kalendárnom roku 2026 vzhľadom na ohlásené kapitálové výdavky. V súčte sa odhaduje pokles ročných FCF až o dve tretiny oproti prvému kvartálu 2026. Pre technologických gigantov sa končí éra expanzie financovanej výhradne z vlastných zdrojov, pričom sledujeme prechod firiem na úverové trhy a externé financovanie. Výhľad na rok 2026 poukazuje na transformáciu štruktúry biznis modelu na kapitálovo náročnejší model, čo by sa časom malo premietnuť aj v konzervatívnejšie valuácie.

Pri projekciách FCF na kalendárny rok 2026 pôsobí Microsoft najstabilnejšie s poklesom približne 13 % oproti roku 2025 na 63,5 mld. USD. Na rozdiel od konkurentov disponuje širokým ekosystémom podnikových služieb, kde Copilot a Azure generujú stabilné predplatné a rátajú s budúcimi tržbami z cloudu už v tomto roku. Táto finančná efektivita a priama monetizácia AI

softvéru robia z Microsoftu najodolnejšieho technologického giganta v súčasnom investičnom cykle. Alphabet, na rozdiel, od Microsoftu čelí v roku 2026 špecifickému cyklu, v ktorom sa masívne investície do infraštruktúry prekrývajú s neskoršou návratnosťou kapitálu. Hoci obe firmy plánujú minúť na CAPEX 190 mld. USD, Alphabet investuje väčší podiel do základnej výstavby dátových centier a vlastných čipov TPU, ktoré majú dlhší horizont návratnosti investície. V tejto súvislosti sa projektuje pokles FCF v roku 2026 o dve tretiny oproti roku 2025 na úroveň 21 mld. USD. Alphabet sa nachádza vo fáze najťažšieho budovania, kedy vysoké náklady na prevádzku AI vyhľadávania zatiaľ plne nekompenzujú vynaložené kapitálové výdavky.

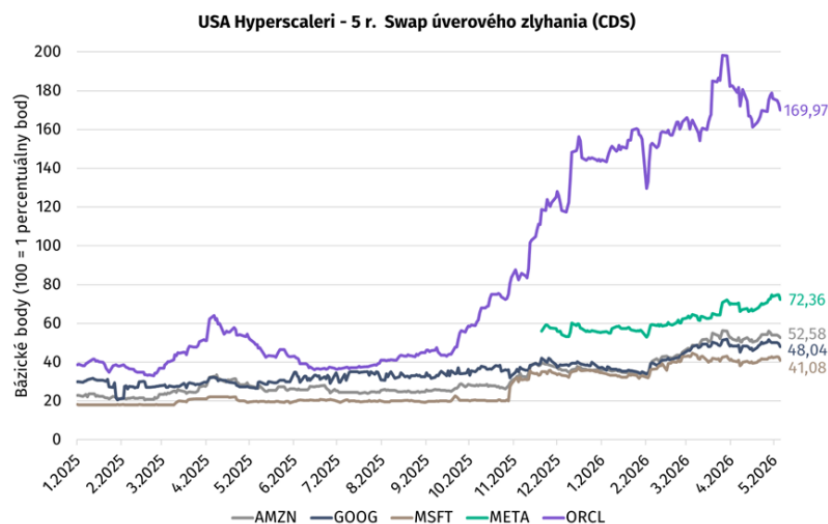


Výhľad voľného peňažného toku pre zvyšných hyperscalerov na rok 2026 odráža bezprecedentný tlak masívnych investícií do AI infraštruktúry, ktoré u viacerých hráčov stláčajú FCF do záporných hodnôt. Meta čelí najdramatickejšiemu prepadu na 1,94 mld. USD, keďže jej agresívny nákup čipov a výstavba dátových centier pohlcujú takmer všetku vygenerovanú hotovosť bez priamej možnosti prenájmu cloudu tretím stranám. Amazon sa v roku 2026 prepadá do hlbšieho deficitu -10,55 mld. USD, čo je dôsledkom rozširovania logistiky a kapacitných potrieb cloudu AWS, ktoré dočasne predbiehajú prevádzkové zisky. Oracle vykazuje najväčší odhadovaný záporný tok na úrovni -26,76 mld. USD, čím podčiarkuje svoju transformáciu na cloudového giganta, kde kapitálové výdavky na GPU klastre výrazne prevyšujú aktuálnu tvorbu hotovosti z operatívnej činnosti.

Náklady na poistenie úverového rizika rastú

Swap úverového zlyhania (CDS) predstavuje finančný derivát, ktorý v praxi funguje ako poistka proti neschopnosti dlžníka splácať svoje záväzky. Investor, ktorý nakúpi dlhopisy určitej spoločnosti, si môže od tretej strany kúpiť CDS, aby sa chránil pred rizikom bankrotu tohto emitenta. Za túto ochranu platí pravidelný poplatok (spread) vyjadrený v bázičkých bodoch.

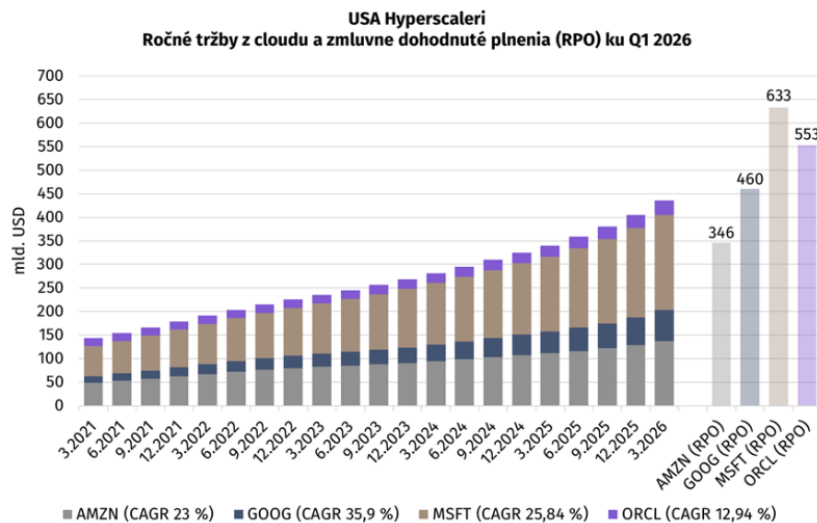
Ak hodnota CDS rastie, znamená to, že trh vníma zvýšené riziko úverového zlyhania danej firmy a poistenie jej dlhu sa stáva drahším. Aktuálnym príkladom tohto javu je spoločnosť Oracle, ktorej spread na 5-ročné CDS od septembra 2025 vzrástli viac ako trojnásobne a aktuálne dosahuje úroveň 170 bázičkových bodov. To znamená, že ak si dlhopisový investor kúpi aj CDS, tak mu to zníži čistý výnos dlhopisu o 1,7 percentuálneho bodu. Tento prudký nárast odráža znepokojenie investorov nad rozsahom ich AI stratégie financovanej dlhom, ktorá je extrémne kapitálovo náročná. Napriek tomu, že jadro podnikania Oracle zostáva ziskové, spoločnosť od Q3 2025 ide za hranicu voľného peňažného toku a pokračuje v záporných hodnotách aj ďalšie kvartály. Obavy z agresívneho prístupu Oracle ku kapitálovým výdavkom a vysokej konkurencie v segmente cloudu sa premietli aj v poklese cien akcií Oracle od septembra 2025 do apríla 2026 o viac než 57 %.



Príbeh rastu spočíva v poskytovaní cloudu pre AI

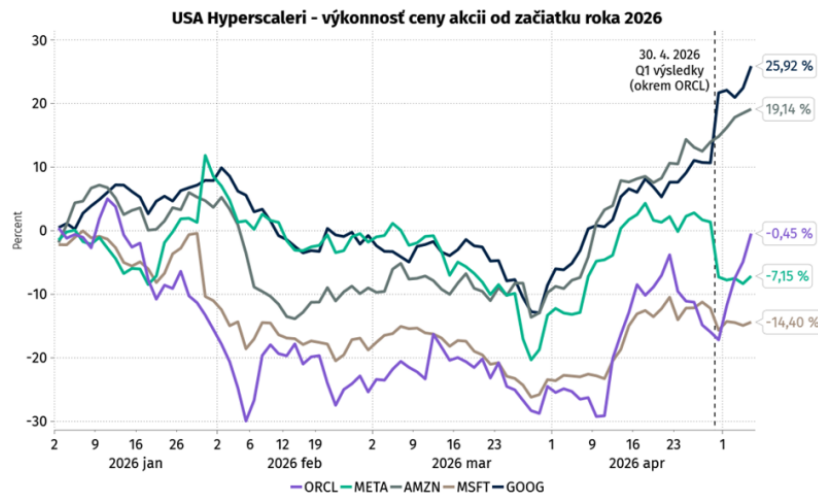
Tržby z cloudu predstavujú pre hyperscalerov jednoznačný príbeh o masívnom raste, čo potvrdzujú výsledky spoločnosti Alphabet z Q1 2026, kde tržby Google Cloud medziročne vzrástli o 63 % a po prvýkrát prekonal hranicu 20 miliárd dolárov za jediný kvartál. Podobne aj cloudová divízia Amazonu zaznamenala 28 % rast, čo je najrýchlejšie tempo od roku 2022, a Microsoft očakáva pri svojej jednotke Azure medziročný rast o približne 40 %. Kumulatívne vzrástli tržby z cloudu v Q1 2026 na trojnásobok úrovne na Q1 2021, pričom najrýchlejším medziročným tempom rastie Google s úrovňou 35,9 %. Investori sa zameriavajú predovšetkým na tieto rastové metriky a na objem zmluvne dohodnutých cloudových zákaziek (RPO). Alphabet v Q1 2026 reportoval RPO na úrovni 460 mld. USD, pričom ešte v predošlom kvartáli RPO predstavovali 242,8 mld. USD. Podobne aj Microsoft, Amazon a Oracle vykazujú zdvojnásobenie objemu RPO (resp. 4-nások v prípade Oracle) oproti minulému roku, čo dáva investorom do istej miery prehľad o návratnosti vysokých CAPEX-ov. Meta na druhú stranu neposkytuje cloudové

služby a datacentrá buduje pre svoje účely, čo je v tomto smere z časti aj nevýhodou.



Volatilita pri zverejňovaní výsledkov

Dôveru investorov v navyšovaní kapitálových výdavkov z časti reflektuje aj reakcia ceny akcií Meta pri zverejnení kvartálnych výsledkov. Meta prekvapila v ziskoch na akciu po odčítaní jednorazového daňového benefitu o 9,2 % smerom nahor, pričom sa im podarilo zvýšiť cenu reklamy o 12 % a počet zobrazení o 19 %. Podľa prognóz by Meta mala v roku 2026 celosvetovo predbehnúť Google v príjmoch z digitálnej reklamy. Výhľad CAPEX na rok 2026 zvýšili len mierne o 10 mld. USD pre vyššiu cenu komponentov. Akcie Meta napriek pozitívnej ziskovosti uzavreli v deň zverejnenia výsledkov najhoršie z hyperscalerov s prepadom o 8,5 %. Na druhú stranu, Google prišiel s rekordnými ziskami na akciu podporenými najmä cloudom, ktoré prekvapili odhady až o 90,4 % smerom nahor. V deň zverejnenia výsledkov si pripísal Alphabet historicky druhý najväčší jednodňový kapitálový nárast po Nvidii, keď cena akcie uzavrela 10 % v pluse. Otázkou zostáva, ako zareaguje trh na budúce finančné reporty pri čoraz väčšom tlaku na voľné peňažné toky a extrémne pozitívne „sluby“ návratnosti investícií do cloudovej infraštruktúry. Treba pripomenúť, že hyperscaleri tvoria aktuálne približne 17 % trhovej kapitalizácie S&P 500 a prudšia korekcia celého odvetvia pri nesplnení investorských očakávaní by mohla stiahnuť celý akciový index. (fw)



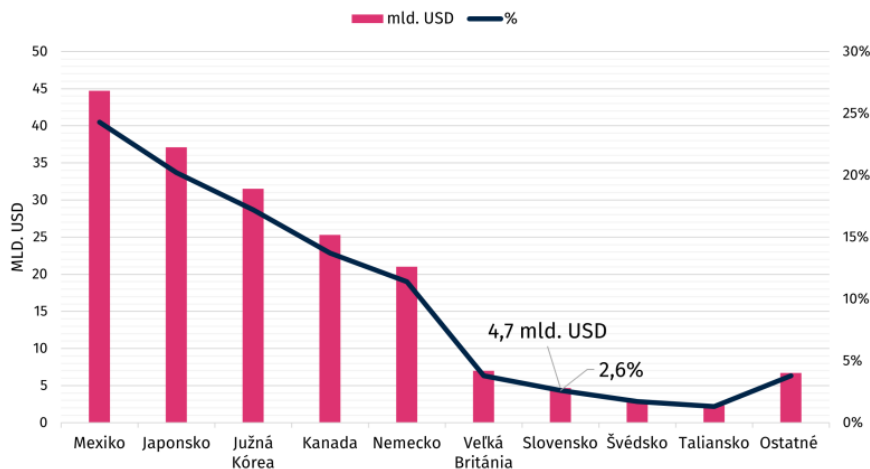
BENCONT
INVESTMENTS

Vplyv 25 % ciel na dovoz vozidiel do USA pre slovenskú ekonomiku

Zavedenie 25 % ciel na dovoz európskych automobilov do USA sa v súčasnosti radí medzi najvýznamnejšie geopolitické faktory priamo ohrozujúce stabilitu a export slovenského hospodárstva. Pre Slovensko Spojené štáty nepredstavujú len sekundárny trh, ale kľúčovú oblasť, od ktorej závisí výkonnosť nášho automobilového priemyslu. Toto navýšenie ciel vytvára bezprostredný tlak na marže slovenských výrobcov a vyvoláva potrebu prehodnotiť ich kapitálové výdavky. Zároveň však tieto bariéry ohrozujú stabilitu voľného peňažného toku v celom sektore, čo je ukazovateľ schopnosti krajiny udržať vysokú úroveň zamestnanosti a financovať prechod na nové technológie.

Podiely krajín na importe automobilov do USA ukazujú, že americký trh je koncentrovaný len na niekoľko hlavných dodávateľov. Spojené štáty za rok 2025 najviac importovali z Mexika, kde dovoz áut tvoril hodnotu 44,7 mld. USD, čo predstavuje 24,3 % celkového amerického importu automobilov, teda takmer každé štvrté dovezené auto pochádza z Mexika. Nasleduje Japonsko s 37,1 mld. USD a podielom 20,2 % a Južná Kórea s 31,5 mld. USD a podielom 17,2 %. Spolu tieto tri krajiny pokrývajú 61,6 % amerického dovozu áut, čiže viac než tri pätiny trhu. Kanada pridáva ďalších 13,7 % a Nemecko 11,4 %, takže prvá päťica dodávateľov zabezpečuje približne 86,8 % celkového importu automobilov do USA. Z regionálneho pohľadu smeruje 38,5 % amerických výdavkov na dovážané autá z Ázie, 38,1 % zo Severnej Ameriky a 23 % z Európy, pričom iba 4 krajiny z EÚ pokrývajú až 17 % dopytu USA po importovaných autách, z čoho 2,6 % je dovážaných práve zo Slovenska.

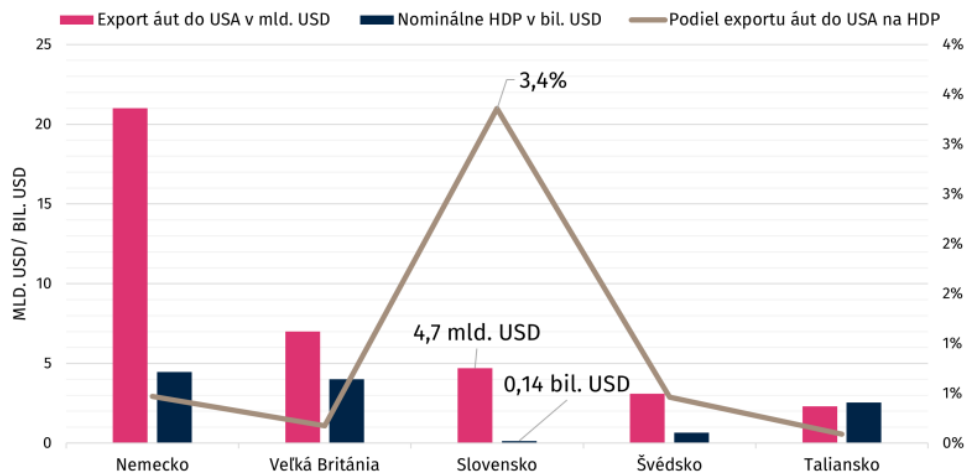
Podiel krajín na importe automobilov do USA



Aktuálne nastavenie ciel výrazne znevýhodňuje hlavne európskych výrobcov, keďže na dovoz áut z EÚ do USA sa po zvýšení z 15 % v máji 2026 vzťahuje 25 % sadzba, zatiaľ čo Spojené kráľovstvo zostáva na úrovni do 10 % a Japonsko aj Južná Kórea na 15 %. Kanada a Mexiko majú doposiaľ 0 % colnú záťaž. V praxi to znamená, že európske auto v hodnote 50-tisíc USD je pri vstupe na americký trh zaťažené clom 12,5-tisíc USD, kým britské maximálne 5-tisíc USD, japonské či kórejské 7,5-tisíc USD a kanadské alebo mexické bez prirážky. Významnou výnimkou, ktorú prezident Spojených štátov vyhlásil, je výroba automobilov priamo na území USA, kde sa clo na vozidlá uplatňovať nebude pre žiadne automobilky, čo výrazne zvyšuje tlak na presun výroby.

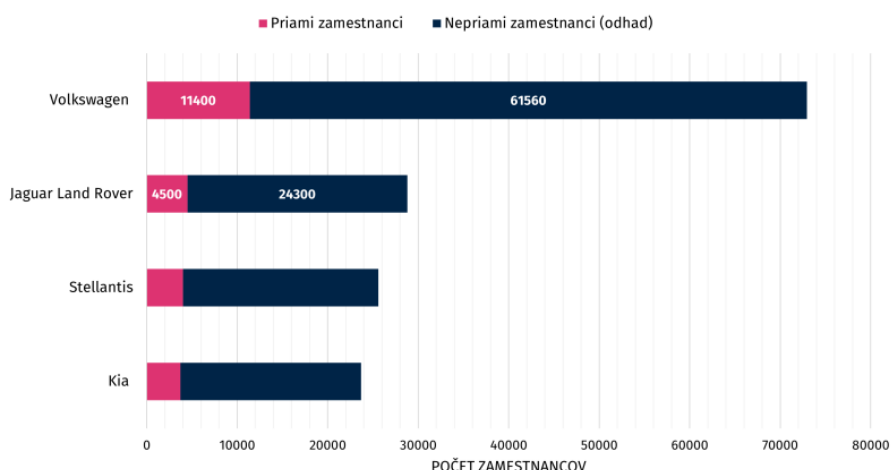
Pri porovnaní top 5 európskych exportérov podľa podielu exportu áut do USA na HDP je postavenie Slovenska jednoznačne najsilnejšie. Slovensko smeruje do USA autá za 4,7 mld. USD, čo predstavuje 3,4 % HDP, teda viac než 6-násobok nemeckého a švédskeho podielu na úrovni 0,5 % a až 17-násobok britského podielu 0,2 %. V porovnaní s Talianskom, kde export áut do USA tvorí len 0,1 % HDP, je slovenská závislosť dokonca 34-násobná. Hoci Nemecko exportuje do USA v absolútnom vyjadrení približne 4,5-krát viac áut než Slovensko, pre slovenskú ekonomiku má tento obchod podstatne vyššiu makroekonomickú váhu, čo z krajiny robí jednu z najzraniteľnejších ekonomík Európy voči americkým clám.

Podiel exportu áut do USA na HDP krajiny



Clá na dovoz áut do USA sa môžu na Slovensku premietnuť aj do trhu práce, keďže máme štyri automobilky, no expozícia voči americkému trhu je sústredená iba vo Volkswagen a Jaguar Land Rover. Volkswagen exportoval za rok 2025 do USA približne 16 % svojej produkcie a Jaguar Land Rover až 23 – 25 %, zatiaľ čo Kia ani Stellantis do USA autá neexportujú, takže priame riziko výpadku objednávok je koncentrované len na časť sektora. Tieto 4 závody zamestnávajú spolu 23 600 priamych pracovníkov, pričom pri použití oficiálneho koeficientu 5,4-násobku vychádza odhad na 127 440 nepriamych pracovných miest naviazaných na dodávateľov a služby. Najväčšia citlivosť je pritom vo Volkswagen, ktorý má 11 400 priamych a približne 61 560 nepriamych zamestnancov, takže akékoľvek oslabenie exportu do USA by sa mohlo rýchlo preniesť aj mimo samotnú výrobu, do logistiky, subdodávok a regionálnej zamestnanosti.

Počet zamestnancov v automobilkách SR



Zavedenie 25 % ciel na dovoz automobilov do USA predstavuje pre Slovensko významné makroekonomické riziko, pretože zasahuje odvetvie, ktoré patrí medzi hlavné piliere domáceho

exportu, priemyselnej produkcie aj zamestnanosti. Kým vo väčších ekonomikách ide skôr o čiastkový obchodný problém, na Slovensku export áut do USA dosahuje 3,4 % HDP, čo je násobne viac než v Nemecku, Švédsku, Veľkej Británii či Taliansku, a preto môžu clá výraznejšie oslabiť výrobu aj investičnú aktivitu automobiliek. Riziko sa zároveň neobmedzuje len na samotné podniky, ale môže sa preniesť aj na dodávateľský reťazec, zamestnanosť a regionálnu ekonomiku, najmä ak by výrobcovia začali presúvať časť produkcie bližšie k americkému trhu. Pre slovenskú ekonomiku tak americké clá nepredstavujú len obchodnú bariéru, ale aj potenciálny zdroj širšieho priemyselného a sociálneho tlaku. (lg)

Investovanie do IPO sa pre bežného investora neoplatí

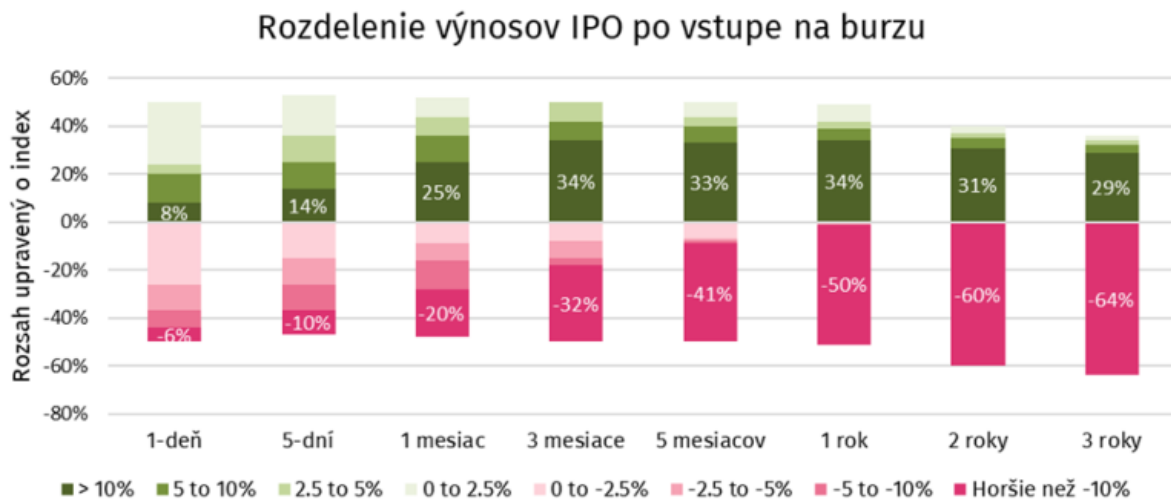
Rok 2026 by mohol byť pre IPO trh mimoriadne silný. Investori očakávajú veľké IPO od spoločností ako SpaceX, OpenAI či Anthropic. Tie by mali spoločne so svojou kapitalizáciou pri IPO dosiahnuť neuveriteľnú hodnotu cez 3,75 – 4 bil. USD, čím by prakticky spoločne dosahovali hodnotu niekde medzi spoločnosťami Microsoft a Apple. Dôvodom rastu takejto vysokej kapitalizácie je očakávanie rýchleho rastu tržieb aj ziskov týchto spoločností. Investori sú aktuálne ochotní zaplatiť aj vyššie násobky voči tržbám, pričom pri SpaceX ide až o približne 100-násobok tržieb a pri AI spoločnostiach o približne 30-násobok tržieb.

Keď sa však pozrieme na známe minuloročné IPO a na to, akú návratnosť priniesli bežným investorom, obraz nie je veľmi optimistický. Väčšina firiem sa od svojho prvého dňa obchodovania prepadla o viac ako 50 % za menej než jeden rok. Pri niektorých akciách, napríklad spoločností Newsmax, Figma alebo Fermi, došlo dokonca až k približne 80 % poklesu. Našli sa však aj spoločnosti, ktorých akcie dokázali investorom priniesť kladné zhodnotenie, teda návratnosť vyššiu ako 0 %. Príkladom sú Ambiq alebo Circle. Ide však skôr o výnimku než o pravidlo.

Spoločnosť	Ticker	Dátum IPO	Cena akcie v prvý obchodný deň	Dnešná cena akcie (7.5.2025)	Návratnosť od IPO
Newsmax Inc	NWMAX	31. marec 2025	\$ 45,00	\$ 5,99	-86,7%
Figma	FIG	31. júla 2025	\$ 122	\$ 19,29	-84,2%
Fermi	FRMI	1. októbra 2025	\$ 28,60	\$ 5,56	-80,6%
AIRO Group Holdings Inc	AIRO	13. júna 2025	\$ 24,00	\$ 7,43	-69,0%
MNTN Inc	MNTN	22. mája 2025	\$ 26,36	\$ 8,77	-66,7%
Voyager Technologies Inc	VOYG	11. jún 2025	\$ 54,37	\$ 26,63	-51,0%
Venture Global Inc	VG	24. január 2025	\$ 24,00	\$ 12,00	-50,0%
Czechoslovak Group	CSG	23. januára 2025	32,85 €	16,48 €	-49,8%
Bullish	BLSH	13. augusta 2025	\$ 69,54	\$ 44,31	-36,3%
BillinToOne	BLLN	6. november 2025	\$ 100,03	\$ 81,40	-18,6%
Ambiq Micro	AMBQ	30. júl 2025	\$ 39,51	\$ 41,35	4,7%
Circle	CRCL	5. júna 2025	\$ 107,70	\$ 121,80	13,1%

Zdroj: Bencont Investments

Z dostupných štatistík vyplýva, že v prvý deň obchodovania nových IPO prekonáva trh približne až 50 % spoločností, čo je spôsobené pozitívnym prijatím nových firiem na trhu. Po jednom roku sa však situácia mení a pribúda viac spoločností, ktoré za trhom zaostávajú, než tých, ktoré ho prekonávajú. Po troch rokoch zaostáva za trhom takmer 64 % IPO akcií, pričom v porovnaní s trhovými výnosmi strácajú viac ako 10 %. Iba 29 % spoločností dokázalo počas tohto dlhšieho obdobia trh prekonať.



Zdroj: What Happens to IPOs Over the Long run? – Phil Mackintosh

Dôvodom, prečo bežný investor pri investovaní do IPO často stráca, je jeden alebo kombinácia viacerých faktorov. Hlavným z nich je vysoká, často až abnormálna valuácia týchto firiem vo vzťahu k tržbám, ale aj k ziskom. Pri použití valuačných ukazovateľov tak investor pri niektorých spoločnostiach získava v najlepšom prípade iba 1 až 2 % ročne z pohľadu zisku spoločnosti. Vysoká valuácia firiem súvisí s očakávaniami rýchleho rastu tržieb aj ziskov. Prakticky každá spoločnosť predpokladá, že práve ona dosiahne vysoký konkurenčný rast a získa výrazný podiel na celkovom adresovateľnom trhu, teda TAM. Väčšina investorov však často nepočíta s konkurenčnými firmami, ktoré pôsobia na trhu dlhšie obdobie, prípadne očakáva, že tržby IPO spoločnosti budú rásť medziročne o 30 až 40 % donekonečna. Rásť z bázy 100 mil. USD je však výrazne jednoduchšie ako rásť z bázy 1 mld. USD. Dôležitosť ziskovosti spoločnosti výrazne ovplyvňuje aj návratnosť pre investora.

Zo štatistík vyplýva, že z pohľadu trojročnej návratnosti od IPO ziskové spoločnosti zaostávali za trhom približne o 24,1 %, zatiaľ čo stratové spoločnosti dokonca o 30,8 %.

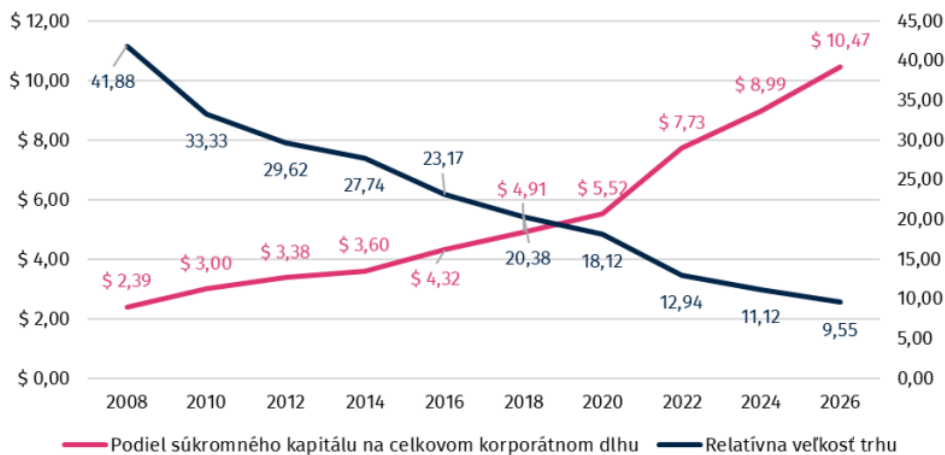
Ďalším faktorom, ktorý ovplyvňuje návratnosť pre investora, je neúspešná expanzia na nový trh alebo vývoj novej technológie, ktorého efekt sa následne neprejaví v raste tržieb. Ide o bežné riziká, ktoré sú však pre bežného investora ťažko predvídateľné a väčšinou sú založené iba na dôvere voči samotnej spoločnosti. Príkladom bola spoločnosť Nikola, ktorá dosiahla najvyššiu trhovú kapitalizáciu až približne 30 mld. USD. Investorom sľubovala vývoj elektrických a vodíkových nákladných áut, neskôr sa však ukázalo, že nemala ani jeden funkčný produkt, čo následne viedlo k bankrotu spoločnosti. V neposlednom rade predstavujú riziko aj účtovné machinácie spoločností a zavádzanie investorov v IPO prospektoch. Príkladom môže byť súčasná situácia českej zbrojárskej spoločnosti CSG, ktorá vo svojom prospekte uviedla, že dokáže vyrábať kapacitne až 630-tisíc veľkorážnych nábojov ročne. Viaceré zdroje však naznačujú, že realita sa môže pohybovať niekde medzi 100- až 280-tisíc kusmi, čo by výrazne nadhodnocovalo nielen tržby, ale aj celkovú ziskovosť spoločnosti. To viedlo k poklesu akcií, pričom od svojho IPO sú akcie nižšie približne o 50 %.

Investovanie do IPO tak pre bežných investorov prináša značné riziká, ktoré sa často prejavia až časom, a vo väčšine prípadov vedú k nižšej návratnosti než v porovnaní s trhom. (mmm)

Zlyhanie dvoch veľkých pôžičiek na trhu súkromných úverov

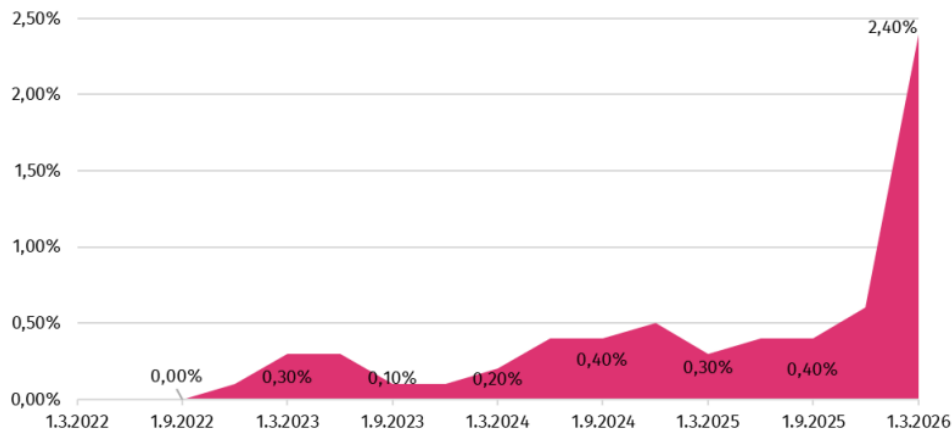
Počas prvého štvrťroka 2026 sa dostali dve veľké pôžičky v USA, poskytnuté z trhu súkromného úveru, do zlyhania. Tie boli poskytnuté spoločnosti Medallia, ktorá pôsobí v segmente SaaS (Software as a service), a spoločnosti Affordable Care, zameranej na zubné služby. Hodnota úverov, ktoré sa pri týchto firmách dostali do problémov, predstavuje približne 3 miliardy USD, resp. 1,4 miliardy USD. V rámci celkového trhu súkromných úverov, ktorý dosahuje objem približne 2 bilióny USD, nejde o významnú stratu, situácia však odhaľuje trhliny, ktoré sa na tomto trhu dlhé roky prehliadali. Trh súkromných úverov zažil za posledné desaťročia významný rast. Zatiaľ čo v roku 2008 predstavovali približne 2 USD súkromných úverov podiel na 100 USD celkového korporátneho dlhu, dnes je to 10,47 USD. Na druhej strane v roku 2008 boli klasické formy financovania takmer 42-násobne väčšie oproti súkromným úverom, ktoré sú dnes iba 9,55-násobne väčšie.

Veľkosť súkromného kapitálu



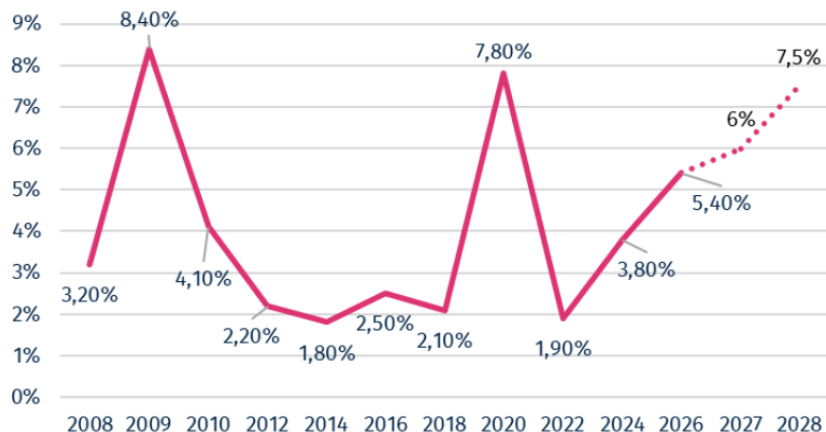
Súkromné úvery zažili najväčší rozmach v roku 2021, keď boli rekordne nízke sadzby a v systéme bolo veľké množstvo likvidity v dôsledku pandemických opatrení na stabilizáciu spotrebiteľského správania. FED vtedy do systému uvoľnil, prostredníctvom kvantitatívneho uvoľňovania, likviditu vo výške približne 5 biliónov USD, čo predstavovalo nárast o zhruba 31 % v agregáte M2. Nasledovali roky vyššej inflácie, ktorá dosahovala v júni 2022 úroveň 9 %. Vyššia inflácia zmenila úverové prostredie a úrokové sadzby stúpili z nulových hodnôt na súčasných 3,75 %. Takýto nárast zvýraznil problémy spoločnosti Affordable Care, ktorá nezvláda splácať úroky z poskytnutých úverov, a preto prechádza do vlastníctva spoločností poskytujúcich súkromné úvery. Na druhej strane máme príklad spoločnosti Medallia, ktorej úverová linka predstavuje približne dvojnásobok úveru poskytnutého firme Affordable Care. Medallia poskytuje SaaS riešenia a fond Thoma Bravo, ktorý ju v roku 2021 kupoval s víziou vysokého rastu, dnes čelí problémom, nakoľko za nákup spoločnosti výrazne preplatil. Spoločnosť kupovali s vidinou rastu, ktorý sa pri podobných firmách sleduje cez tzv. „pravidlo 40“. Pravidlo 40 sleduje rast výnosov a prevádzkového zisku pred úrokmi, daňou z príjmu, odpismi a amortizáciou (EBITDA), ak napríklad rastú výnosy o 50 % ročne a EBITDA klesá o 10 %, tak celkový prírastok predstavuje 40 %, teda firma spĺňa pravidlo 40. Celkovo fond zaplatil za Medalliu 6,4 miliardy dolárov, čo pri raste úrokov môže znamenať približne 2,5-násobný nárast úrokových nákladov. Je dôležité spomenúť, že trh súkromných úverov odpísal z celkovej pôžičky približne 3 miliardy dolárov. Zvyšná suma predstavuje hodnotu firmy, ktorú fondy poskytujúce úvery prevzali do vlastnej správy. V podstate vymenili 1 dolár úveru generujúceho cash-flow za 50 centov nelikvidného aktíva a zvyšných 50 centov odpísali ako stratu. Úvery pre Medalliu poskytli najmä spoločnosti Blackstone, KKR a Apollo Global Management. V prípade fondu BCRED spoločnosti Blackstone tvoria tieto úvery približne 1 % z celkových aktív vo výške 80,5 miliardy dolárov. Ak by Blackstone odpísal 50 centov z týchto úverov a zvyšok prevzal do správy, išlo by o približne 0,5 % celkových aktív fondu.

Neperformujúce úvery vo firme Blackstone (objem 80,5 miliárd)



Spoločnosti, ktoré situáciu monitorujú, predpovedajú rôzne scenáre vývoja tohto trhu. Analytici UBS predpokladajú, že miera zlyhania týchto úverov by sa mohla do konca roka pohybovať na úrovni 9 – 10 % a v roku 2027 by v najhoršom prípade mohla dosiahnuť až 15 %. Na druhej strane ratingová agentúra Fitch očakáva, že by miera zlyhania úverov mala dosiahnuť približne 8 %. V súčasnosti (údaj za január 2026) sa miera zlyhania v USA pohybovala na úrovni 5,8 %. V prípade fondu BCRED vidíme akcelerujúcu mieru zlyhania, ktorá pred rokom dosahovala len 0,3 % a v súčasnosti sa pohybuje na úrovni 2,4 %. Naopak, spoločnosť KKR a jej úverová linka dosahovali v decembri 2025 mieru zlyhania na úrovni 5,5 % z celkového objemu približne 13 miliárd dolárov. Ratingová agentúra preto v marci znížila hodnotenie ich dlhu z Baa3 na Ba1, teda z investičného stupňa „relatívne bezpečné“ do špekulatívneho pásma.

Miera zlyhania v %



Záver

Trh súkromných úverov sa pravdepodobne bude naďalej vyvíjať negatívnym smerom a do konca roka zaznamená ešte vyššie straty než v súčasnosti. Situácii neprospieva ani umelá inteligencia, ktorá spôsobila korekciu akcií SaaS firiem, čím zhoršila podmienky na ich refinancovanie. Fondy, ktoré poskytujú súkromné úvery práve SaaS spoločnostiam, ich často financujú na základe valuácie, pričom ignorujú ziskovosť a spoliehajú sa výhradne na rast a opakujúce sa výnosy. Rast výnosov SaaS firiem však zažíva mierne ochladenie a pripomína skôr spomalenie než postupnú akceleráciu. Spoločnosti, ktoré sa v roku 2021 zadlžili pri rekordných valuáciách a najnižších úrokoch, dnes pri 50-percentnom poklese SaaS indexu čelia vážnemu refinančnému a kreditnému riziku. Navyše, ak fondy začnú preberať čoraz viac firiem do vlastnej správy, ich súvaha sa stane značne nelikvidnou a v prípade väčšieho odlevu kapitálu môžu tieto subjekty zaniknúť. Zásadným problémom trhu súkromných úverov zostáva jeho netransparentnosť. Zatiaľ čo pri bankách môžeme sledovať kapitálovú štruktúru, zadĺženie a rezervy, segment súkromných úverov nič z toho neponúka. Ich hodnotenie je preto veľmi náročné a v skutočnosti môže byť situácia podstatne lepšia, ale aj horšia, než sa javí. (mš)

Autori:

Analytici:

Ján Vražda (vrazda@bencont.sk)

Zdenko Lauko (lauko@bencont.sk)

Martin Maslan (maslan@bencont.sk)

Junior analytici:

Martin Vražda

Frederik Wiesner

Matej Miroslav Miko

Ladislav Gembeš

Maroš Šery

Valéria Vrábliková

Tento dokument je publikovaný pre spoločnosti skupiny BENCONT, a môže byť reprodukováný

a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.