

Veľká stávka na čipy

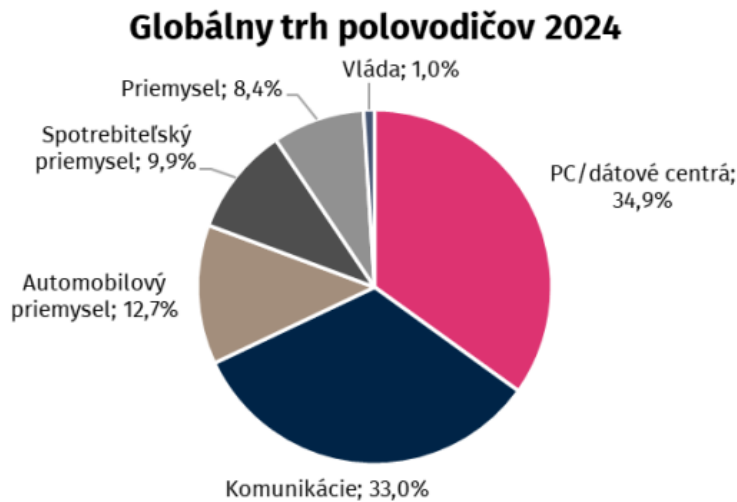
AI investičná horúčka mení polovodiče na veľkého víťaza trhu, no zároveň otvára otázku, či technologickí giganti dokážu svoje rekordné výdavky pretaviť do reálnej návratnosti. Softvérové akcie zažívajú najvyšší medzimesačný rast od roku 2001. Nákladná doprava na Slovensku vstúpila do roka 2026 ďalším poklesom, ktorý odráža slabší výkon priemyslu aj zahraničného obchodu. Pracovný čas vo V4 klesá, ďalší rast však stojí na produktivite. SoftBank zosadila Toyotu z trónu. AI boom prepisuje japonský akciový trh.



Akcie polovodičových firiem zažívajú v poslednom období takzvané „FOMO“ (strach zo zmeškanej príležitosti), ktoré poháňa ich rast k astronomickým úrovniam. Polovodičový index PHLX zaznamenal od začiatku roka nárast o 91,47 %, čo v podstate znamená, že za pol roka sa takmer zdvojnásobil. Takýto prudký rast jedného sektora nebýva pravidlom, a preto sa naskytá otázka, čo za ním stojí. V prvom rade treba priblížiť polovodičový sektor ako agregovaný trh. V roku 2025 odhadovala analytická a poradenská spoločnosť Gartner veľkosť polovodičového trhu na približne 805 miliárd USD (odhad na základe ročných tržieb). Treba pripomenúť, že tieto odhady sa neustále aktualizujú a sú do určitej miery subjektívne podľa metodiky danej analytickej [inštitúcie](#).

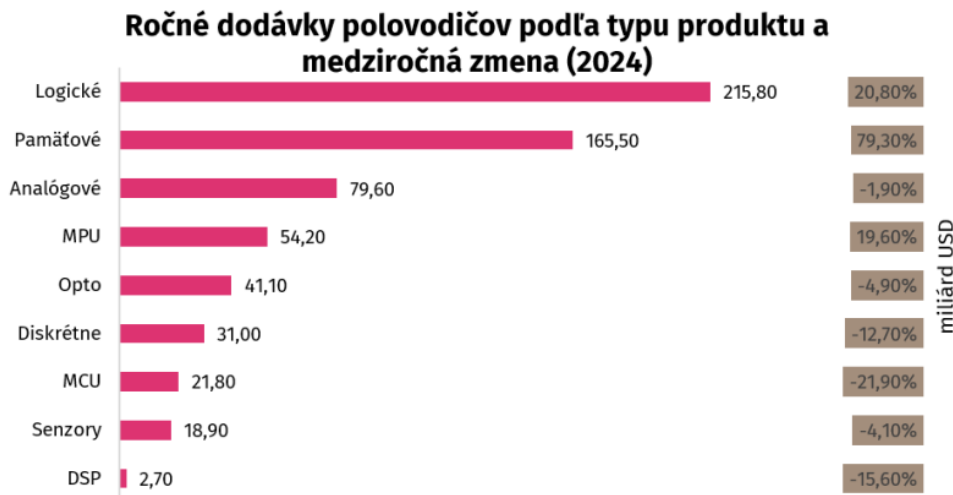
Prognózy spoločnosti Gartner na roky 2026 a 2027 predpovedajú ďalší rast trhu na hodnoty 1,32 bilióna USD, respektíve 1,55 bilióna USD. Gartner patrí medzi optimistickejšie spoločnosti, avšak

klúčové je, že takmer všetky analytické domy očakávajú expanziu. Taiwanský výrobca čipov TSMC predpokladá, že globálny polovodičový trh dosiahne do roku 2030 veľkosť 1,5 bilióna USD. Keďže sa na Taiwane vyrába takmer 90 % najpokročilejších čipov na svete, táto prognóza má vysokú kredibilitu. V druhom rade je dôležité definovať, odkiaľ tento rast pramení. Globálny trh s polovodičmi sa v roku 2024 skladal z viacerých individuálnych segmentov, ktorých celková trhovú hodnotu dosahovala približne 630,5 miliardy USD.



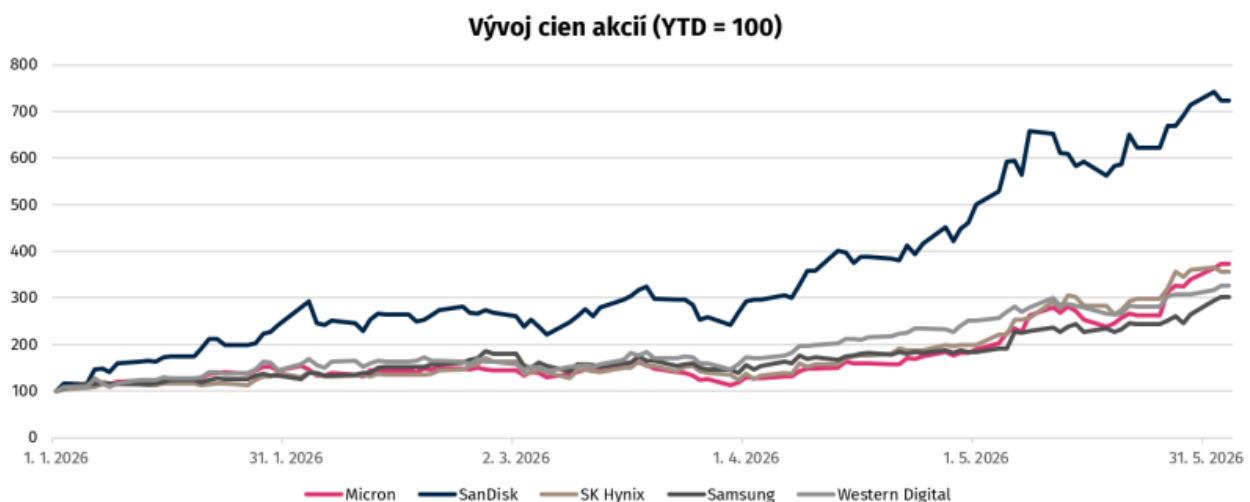
AI investičný cyklus: Prečo rast polovodičov mení ekonomiku hyperscalerov

Do budúcnosti sa počíta najmä s rastom segmentu počítačov a dátových centier, ktoré v súčasnosti tvoria približne 35 % celkového trhu. Ich dynamika je však výrazne vyššia, a preto môžeme očakávať, že ich celkový podiel bude v najbližších rokoch narastať. Kým polovodiče v rámci osobných počítačov skôr stagnujú, kľúčovým motorom je práve segment dátových centier. Podľa spoločnosti IDC bude trh polovodičov pre dátové centrá dosahovať v roku 2030 takmer 50-percentný podiel, pôjde o 843 miliárd USD z predpokladaného celkového trhu v objeme 1,72 bilióna USD. Je takisto dôležité spomenúť, že objemy produkcie nerastú lineárne pri všetkých typoch polovodičov. Najväčší prírastok si oproti roku 2023 pripísali pamäťové čipy, ktoré zaznamenali nárast o 79,3 %. Nasledujú logické čipy s rastom o 20,8 % a procesory (MPU) s nárastom o 19,6 %. Pri všetkých ostatných typoch polovodičov vidíme skôr klesajúci trend, čo môže signalizovať cyklickosť týchto odvetví.



Najväčšími víťazmi v „AI horúčke“ sú spoločnosti, ktoré priamo vyrábajú alebo dizajnujú čipy pre dátové centrá. Pre túto analýzu budeme pracovať so spoločnosťami Micron a SanDisk, ktorých akcie v poslednom období výrazne rástli. Spoločnosť Micron je jedným z najväčších výrobcov a dizajnérov pamäťových čipov na svete. Jej akcie si od začiatku roka pripísali astronomických 237 %. Tento rast poháňa najmä masívny dopyt po pamäťových moduloch, ktorý firme v roku 2025 vyprodukoval tržby vo výške 37,4 miliardy USD a čistý zisk 8,5 miliardy USD. Na základe očakávaného, trhového vývoja sa domnievame, že v roku 2026 dosiahne tržby okolo 110 miliárd USD a zisk 64 miliárd USD. Druhá menovaná spoločnosť, SanDisk, si od svojho osamostatnenia a vstupu na burzu (IPO) vo februári 2025 pripisuje zhodnotenie o 4 600 %, pričom len od začiatku tohto roka vzrástla o 523 %. SanDisk sa špecializuje na oblasť digitálneho ukladania dát (flash pamäte), ktoré majú takisto kľúčové využitie v AI dátových centrách. Jej tržby v roku 2025 dosiahli 7,3 miliardy USD a normalizovaný zisk predstavoval približne 253 miliónov USD. Spoločnosť SanDisk sa vo februári 2025 odčlenila od materskej korporácie Western Digital, a keďže vykazované čisté výsledky sú pre jednorazové účtovné operácie spojené s odčlenením záporné, je presnejšie pracovať s normalizovaným ziskom. Podľa odhadov by mal SanDisk v roku 2026 vygenerovať tržby na úrovni 19,5 miliardy USD a zisk približne 9,6 miliardy USD. Okrem spomínaných lídrov dosahuje podobne excelentné výsledky viacero ďalších firiem v polovodičovom odvetví. Kľúčovým spoločným menovateľom, ktorý charakterizuje ich súčasnú fundamentálnu stránku, sú vysoké ziskové marže, v prípade Micronu je to 58 % a pri SanDisku 49 %. Takéto vysoké marže si spoločnosti môžu dovoliť najmä preto, že globálny dopyt po polovodičoch výrazne prevyšuje ponuku, čo dramaticky tlačí ich ceny nahor. Pre tento fenomén sa ujal pojem „memflation“, ktorý jasne ilustruje hlavný motor rastu ziskov a akcií týchto podnikov. Napríklad ceny pamätí DRAM vzrástli podľa agentúry TrendForce oproti štvrtému kvartálu 2025 o viac ako 90 %. Ak bude tento trend pokračovať, vysoká ziskovosť motivuje výrobcov k masívnemu investovaniu do rozširovania kapacít, čo v dlhodobom horizonte ceny pamätí opäť zatlačí nadol. Tento dopyt tvoria primárne veľké technologické

spoločnosti (tzv. hyperscaleri), ktoré plánujú v tomto roku preinvestovať približne 600 miliárd USD. Veľké technologické spoločnosti však už dlhšie upozorňujú, že tento investičný cyklus nebude nekonečný a v súčasnosti investujú extrémne objemy najmä preto, aby si vybudovali infraštruktúru do budúcnosti. Tento paradox súčasný trh vôbec nenaceňuje. Trh s polovodičmi modeluje optimistický scenár, podľa ktorého odvetvie porastie nepretržite a z pôvodne cyklického biznisu sa vďaka dopytu po AI stane stabilný sektor v takzvanom supercykle. Tomu nahráva aj prognóza lídra TSMC, podľa ktorej globálny trh s polovodičmi dosiahne do roku 2030 hodnotu 1,5 bilióna USD, čo naznačuje, že investičný cyklus hyperscalerov hneď tak neskončí. Veľké technologické spoločnosti boli pritom roky známe svojimi obchodnými modelmi postavenými na nízkej kapitálovej náročnosti („asset-light“ štruktúre) a vysokej návratnosti investovaného kapitálu (ROIC). V ďalšom kroku si na príklade spoločnosti Alphabet ukážeme, ako zásadne sa tento ich model mení.

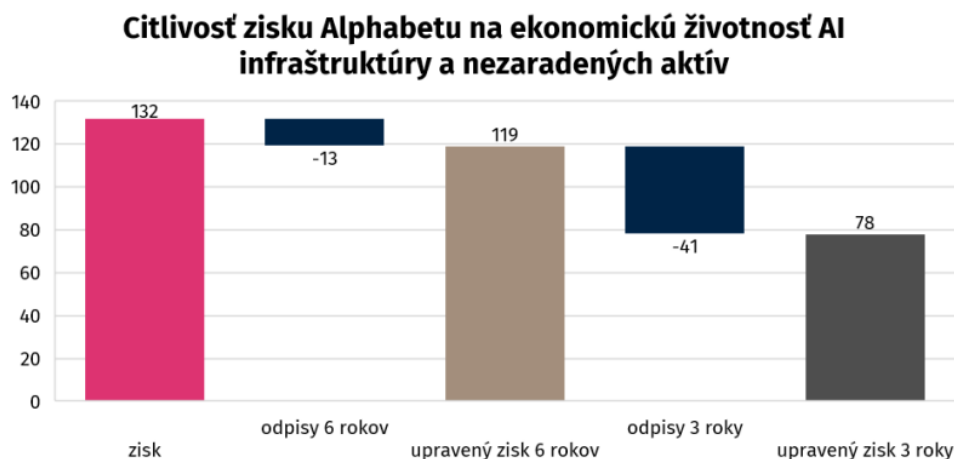


Spoločnosť Alphabet dosahovala pred masívnymi investíciami do AI návratnosť hmotného kapitálu približne 30 % (údaj z roku 2018). V dnešnej dobe, keď Alphabet investuje stovky miliárd USD do výstavby dátových centier, sa však jeho obchodný model zásadne mení. Od roku 2018 vzrástla hodnota dlhodobého hmotného majetku o takmer 500 %, z necelých 60 miliárd USD v roku 2018 na takmer 300 miliárd USD v prvom kvartáli 2026. Treba pripomenúť, že rast hmotných aktív je prirodzený v dôsledku odpisovania a obnovy už existujúceho majetku, pričom v stabilnom prostredí by sa obnovovacie investície mali rovnať odpisom. Pri Alphabete však tieto aktíva nerástli primárne pre bežnú obnovu. V roku 2022, pri prvotnom spustení ChatGPT, predstavoval objem hmotných aktív v AI infraštruktúre Alphabetu 27,6 miliardy USD a tvoril približne 16 % celkového hmotného majetku. Dnes, podľa poslednej štvrťročnej správy, dosahujú hmotné aktíva priamo spojené s AI približne 196 miliárd USD, čo predstavuje zhruba 50-percentný podiel na celkovom hmotnom majetku. Pokiaľ sa táto výstavba nezastaví a hyperscaleri budú pokračovať v budovaní fyzickej infraštruktúry, ich hmotné aktíva budú

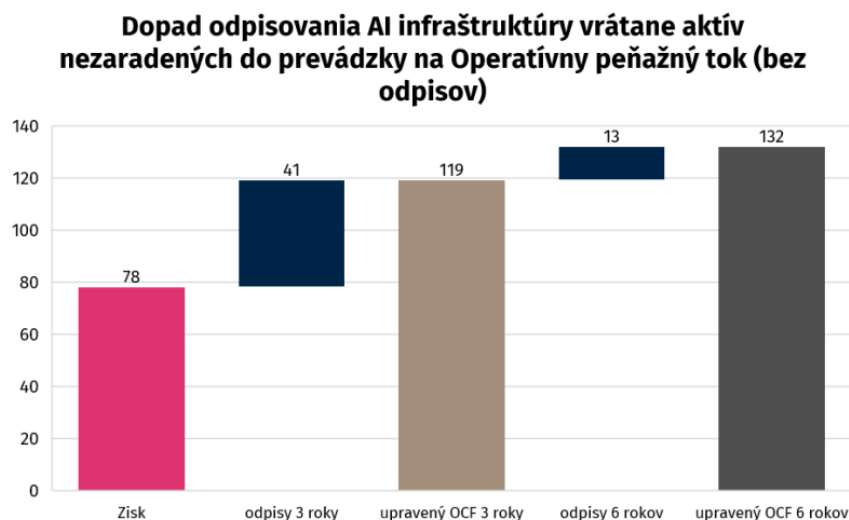
naďalej rásť. Alphabet bol historicky silným podnikom najmä pre svoju vysokú návratnosť investovaného kapitálu (ROIC), ktorá však v nasledujúcich rokoch nemusí dosahovať minulú úroveň. Ak by sme analyzovali historický vývoj kapitálovo náročných („asset-heavy“) podnikov a aplikovali ho na Alphabet, dostaneme výsledok, ktorý by súčasných akcionárov mohol zaskočiť. Firmy poskytujúce fyzickú infraštruktúru vykazujú naprieč odvetviami odlišnú ziskovosť. Napríklad telekomunikačná spoločnosť Charter Communications dosiahla v roku 2025 návratnosť na hmotný kapitál 17 %, najväčšia americká železničná spoločnosť Union Pacific 11,5 % a ropný gigant ExxonMobil 8,8 %. Toto sú typické príklady spoločností operujúcich v kapitálovo náročných odvetviach, ktoré sú dnes s Alphabetom porovnateľné, keďže všetky podnikajú v odvetviach závislých na masívnej fyzickej infraštruktúre.

	FY25			
(v miliardách USD)	Alphabet	Charter communications	Union Pacific	Exxon Mobil
zárobky vlastníka (OE)	119	8	6,8	27
hmotný kapitál	262	47	59	306
návratnosť na hmotné aktíva	45%	17%	11,50%	8,80%

Budúcnosť Alphabetu už preto nie je len o reklame a o tom, do akej miery porastie jeho reklamný biznis. Drvivú časť vygenerovaných prostriedkov totiž bude musieť presmerovať do obnovovacích investícií. Ak by sme predpokladali, že dátová infraštruktúra sa odpisuje 6 rokov, potom by ročné odpisy za predpokladu dokončenia všetkých rozostavaných dátových centier dosahovali v prepočte na kvartál takmer 33 miliárd USD. To je o takmer 50 % viac ako v prvom štvrťroku 2026, keď odpisy predstavovali 23 miliárd USD, pričom počítame len s AI infraštruktúrou. Medzi investormi navyše vzniká debata o rozdiel medzi fyzickým a ekonomickým opotrebením dátových centier, pričom ekonomická životnosť sa pre rýchly rozvoj technológií odhaduje len na 3 roky.



Niektorí investori preto namietajú, že súčasné vykazované zisky sú nadhodnotené pre príliš nízke odpisy, ktoré by inak priamo znižovali ziskovosť podniku. Na druhej strane, odpisy sa pripočítavajú pri výpočte prevádzkového hotovostného toku. Ak teda spoločnosť dnes účtovne nadhodnocuje svoje zisky, zároveň tým podhodnocuje svoj skutočný hotovostný tok. Je pravda, že kratšia ekonomická životnosť AI infraštruktúry by mohla viesť k vyšším obnovovacím investíciám, čo by negatívne ovplyvnilo tvorbu voľného peňažného toku. Samotné odpisy však nepredstavujú peňažný výdavok a slúžia len ako účtovný odhad opotrebenia majetku. V súčasnosti nevieme, aké bude skutočné ekonomické opotrebenie tejto infraštruktúry ani aké vysoké budú budúce obnovovacie investície. Práve preto zostáva otázka dlhodobej tvorby voľného peňažného toku zatiaľ otvorená.



Peňažné toky tu zohrávajú kľúčovú úlohu. Spoločnosť Alphabet plánuje v roku 2026 investovať do AI infraštruktúry 180 až 190 miliárd USD, čo v podstate pohltí celý jej očakávaný prevádzkový peňažný tok. Z pohľadu tvorby čistého voľného hotovostného toku (FCF) je tak ekonomická hodnota spoločnosti v tomto roku prakticky nulová. Ak sa navyše naplnia optimistické predpovede polovodičových firiem a investičné tempo neklesne, Alphabet môže v nasledujúcich rokoch generovať negatívny voľný peňažný tok. Pri súčasnej úrovni investícií do AI tak firma dočasne nevytvára ekonomickú hodnotu vo forme voľnej hotovosti. Súčasná valuácia preto závisí primárne od očakávaní budúcich hotovostných tokov po skončení tohto investičného cyklu. Práve preto sa spoločnosť významným spôsobom zadlžuje a jej dlh vzrástol z 10 miliárd USD v decembri 2024 o 670 % na 77 miliárd USD v prvom kvartáli 2026. Spoločnosť navyše podľa najnovších správ plánuje emitovať nové akcie v hodnote až 80 miliárd USD.

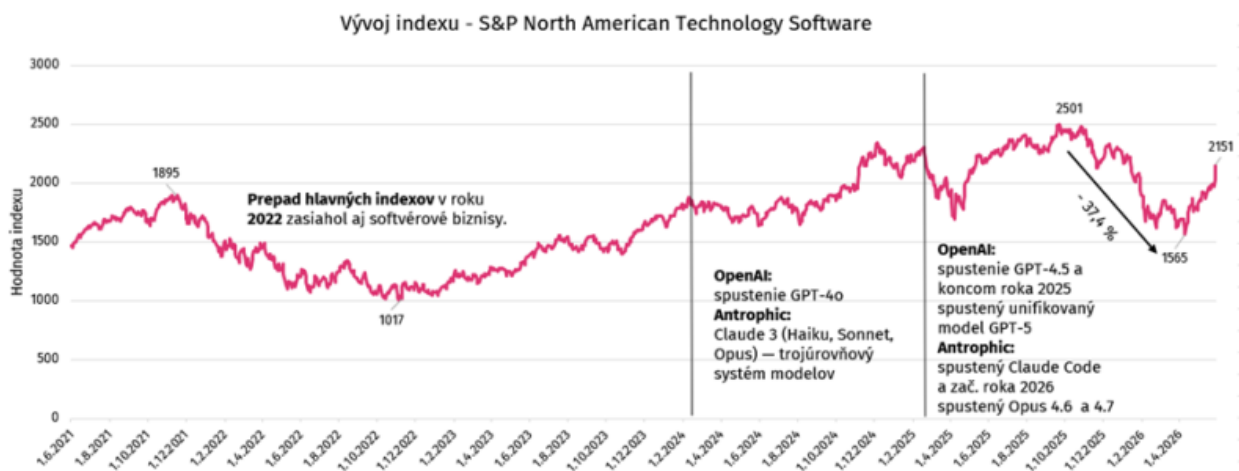
Záver

Prognózy týkajúce sa rastu polovodičového trhu vykazujú jasný rastový trend. Nie je pritom dôležité, či sa presne naplnia, ale že samotné očakávania transformujú podniky, ktoré roky fungovali v nízko-kapitálovom modeli („asset-light“), na kapitálovo náročné subjekty („asset-heavy“). Okrem toho je kľúčové uvedomiť si paradox, ktorý súčasný trh vôbec nenaceňuje. Ceny akcií polovodičových firiem vyhnal do závratných výšok, no zároveň pokračuje aj v nafukovaní valuácií samotných hyperscalerov. Akcie Alphabetu vzrástli od začiatku roka o 14,82 %, pričom v medziročnom porovnaní si pripisujú viac ako 115 %. Ako sme však uviedli, ekonomická hodnota tohto podniku je v tomto roku, a pravdepodobne aj v nasledujúcich, prakticky nulová, keďže spoločnosť negeneruje voľnú hotovosť a jej hodnota silne závisí od budúcich očakávaní. Na druhej strane platí, že ak budú hyperscaleri pokračovať v tomto masívnom investičnom cykle, polovodičový sektor má to najlepšie pravdepodobne ešte len pred sebou. V opačnom prípade, ak by technologickí giganti investície zastavili, dopyt po čipoch by dramaticky klesol a ziskové marže výrobcov by sa vrátili na úroveň spred éry AI. Nemá preto zmysel modelovať návratnosť dátových centier bez pochopenia faktu, že úspech polovodičov priamo závisí od kapitálových výdavkov hyperscalerov. Naskytá sa preto legitímna otázka: Prečo akcie oboch skupín podnikov rastú takým prudkým tempom, keď jedna vykazuje nulovú ekonomickú hodnotu vo forme hotovostného toku a druhá dosahuje enormné zisky? V ideálnom trhovom prostredí by mali počas investičného cyklu rásť práve polovodičové firmy, zatiaľ čo hyperscaleri by mali skôr stagnovať pre vysoké kapitálové výdavky. Naopak, po skončení investičného cyklu by mali z postupného uvoľňovania novej hodnoty vo voľnom peňažnom toku profitovať práve hyperscaleri, zatiaľ čo polovodičové spoločnosti by mali klesať pre oslabujúci sa dopyt. Súčasný trh však pracuje s tromi odlišnými scenármi. Prvý scenár predstavuje situáciu, kde AI investície prinesú vysokú návratnosť, preto môžu oba sektory rásť súčasne. V druhom scenári, trh podceňuje budúci pokles marží polovodičových firiem, čo znamená, že polovodiče sú nadhodnotené. Pre posledný scenár platí, že trh podceňuje dlhodobú kapitálovú náročnosť hyperscalerov, a preto sú nadhodnotené ich akcie. Ak majú AI investície reálne vysokú návratnosť, spoločný rast oboch skupín je obhájiteľný. Ak to tak nie je, trh momentálne nesprávne oceňuje buď polovodičový sektor, alebo samotných technologických gigantov.(mš)

Softvérové akcie sa vracajú späť do hry

V nedávnom období boli akcie softvérových spoločností tlačené nadol z dôvodu obáv z disrupcie zo strany AI modelov. Zakaždým, keď spoločnosti ako OpenAI alebo Anthropic vydali novú funkciu pre svoje AI modely, väčšina investorov okamžite predpokladala, že daná funkcia dokáže zničiť alebo vytvoriť konkurenciu súčasným softvérovým biznisom. Túto situáciu sme mohli pozorovať aj od konca roka 2025, keď sa akciový index sledujúci najväčšie softvérové spoločnosti v USA do apríla prepadol takmer o 37,4 %, zatiaľ čo bežný index, ako napríklad S&P 500, za rovnaké obdobie dokonca narástol o 5,3 %. To, čo spôsobilo obrat v sentimente investorov voči softvérovým spoločnostiam, boli práve výsledky za 1Q roka 2026, ktoré sa začali

objavovať od apríla do mája. Práve v nich sa preukázalo, že hoci stále existuje hrozba konkurencie zo strany AI, zatiaľ sa neprejavila na finančných výsledkoch jednotlivých spoločností. To sa prejavilo aj individuálne pri cloudovej spoločnosti Snowflake (dátovej platforme pre firmy), ktorej akcie po výsledkoch narástli takmer o 58,6 %, alebo pri spoločnosti Salesforce (systéme na riadenie vzťahov so zákazníkmi), ktorej akcie po výsledkoch vzrástli takmer o 19,3 %. Práve táto zmena sentimentu na trhu spôsobila rast celého softvérového indexu od aprílového dna až o 44,3 % po súčasnosť.



Zdroj: S&P Global

Aktuálnemu trhu softvérových spoločností napomáhajú nielen finančné výsledky, ale aj nadchádzajúce IPO jednotlivých AI spoločností. Práve tu sa ukazuje, že hoci AI modely dokážu v niektorých oblastiach nahradiť súčasný softvér alebo mu vytvoriť lepšiu konkurenciu, zatiaľ to robia veľmi nákladne. Všetky spoločnosti s AI modelmi pracujú s obrovskou stratou.

Spoločnosť OpenAI za rok 2025 vytvorila približne 20 mld. USD na tržbách, no zároveň vykázala stratu takmer 9 mld. USD.

Podobný scenár figuruje aj pri spoločnosti Anthropic. Práve tu vstupuje aj IPO prospekt od SpaceX (Elon Musk), kde časť biznisu súvisí aj s firmou xAI, ktorá vytvára vlastný AI model Grok. Ako prvý skutočný pohľad na finančné výsledky AI biznisu ukazuje, že tieto AI modely zatiaľ operujú s vysokou prevádzkovou stratou, pričom strata z biznisu môže v niektorých

prípadoch prevyšovať samotné tržby. To môžeme vidieť aj pri xAI, kde za FY25 strata dosiahla takmer 6,4 mld. USD, pričom tržby boli len necelých 3,2 mld. USD. Náklady primárne smerujú do výskumu a vývoja, a preto je otázne, či sa dokážu v nasledujúcich obdobiach prejavíť aj vo vytvorení nielen lepšieho, ale aj cenovo výhodného AI modelu pre zákazníkov. (podrobne sme tému Trhu s AI modelmi venovali v BWR 20)

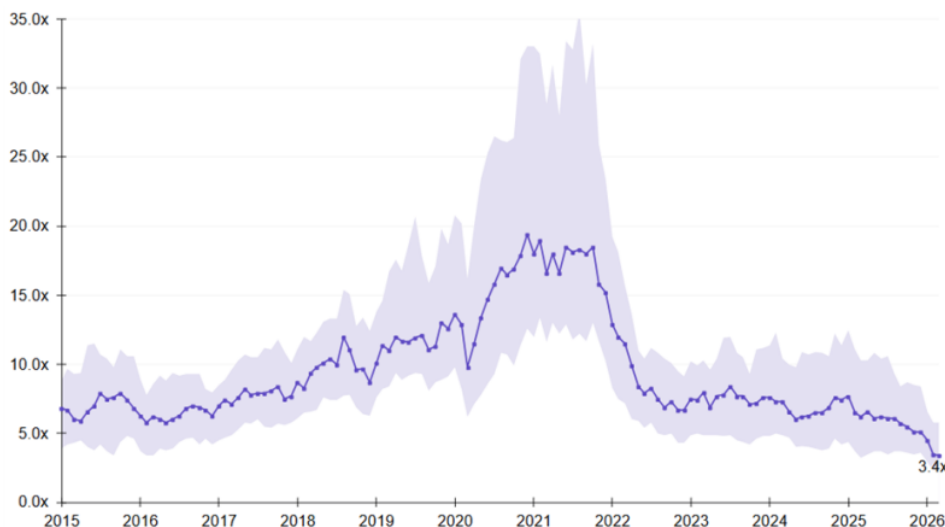
Náklady a výnosy firmy xAI za posledné dva roky:

(v mil. USD)	2025	2024	medziročná zmena
Tržby	\$ 3 201	\$ 2 620	22,2%
Náklady:			
Náklady na tržby	\$ 2 178	\$ 1 687	29,1%
Výskum a vývoj	\$ 5 064	\$ 1 176	330,6%
SG&A	\$ 1 827	\$ 1 105	65,3%
Náklady na reštrukturalizáciu	\$ 487	\$ 213	128,6%
Strata z prevádzky	-\$ 6 355	-\$ 1 561	307,1%

Zdroj: SpaceX IPO prospectus

Vďaka takémuto pesimistickému sentimentu sa výrazne prepadli aj jednotlivé valuácie firiem zo softvérového sektora. Podľa ukazovateľa EV/Revenue (hodnota podniku k tržbám) sa pohybovali na úrovni približne 3,4-násobku, čo bolo najnižšie za posledných 10 rokov. Počas covidového obdobia, keď softvérové spoločnosti z tohto prostredia výrazne ťažili, sa mediánový násobok pohyboval na úrovni 15- až 20-násobku, pričom niektoré spoločnosti počas tejto akciovej mánie dosahovali valuáciu aj 30-násobku svojich tržieb. Práve tieto nízke valuácie spôsobili, že väčšina softvérových spoločností sa pri takýchto úrovniach rozhodla navracieť hodnotu akcionárom v podobe spätných odkupov akcií, čo taktiež napomohlo opätovnému rastu cien ich akcií v súčasnosti.

Valuácie softvérových spoločností podľa ukazovateľa EV/Revenue:



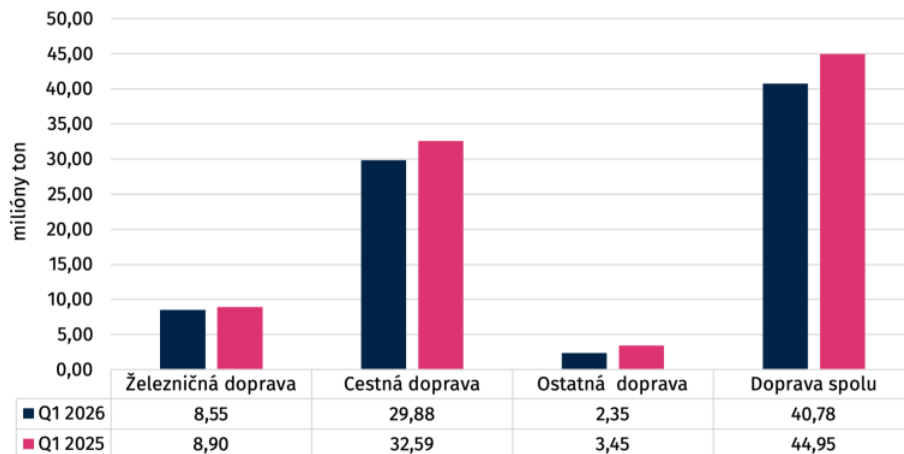
Zdroj: Capital IQ

V súčasnej situácii dochádza k dvom zmenám, ktoré budeme pozorovať v nasledujúcom období. Prvou je preceňovanie softvérových spoločností nielen v cenách akcií, ale aj vo výpočte ich vnútornej hodnoty podniku. Doteraz sa výpočty držali pravidla 40 (súčtu tempa rastu tržieb a ziskovej marže) kde sa jedna z častí dokázala obetovať, pokiaľ druhá rástla. Dnes sa však tlačí primárne na ziskovosť a už nestačí mať biznis model postavený iba na raste používateľov. Druhou zmenou je realistický pohľad na náklady AI modelov, ktoré by sa mali čo najskôr premietnuť aj do cien predplatného alebo do nastavenia cien za využitie určitého počtu tokenov. Nateraz sa softvérové spoločnosti na trhu nerozdelili podľa tempa rastu, ale podľa toho, ako sú odolné voči AI a nadchádzajúcej konkurencii v najbližších obdobiach. (mmm)

1. štvrťrok 2026: Nákladná doprava SR na historickom minime

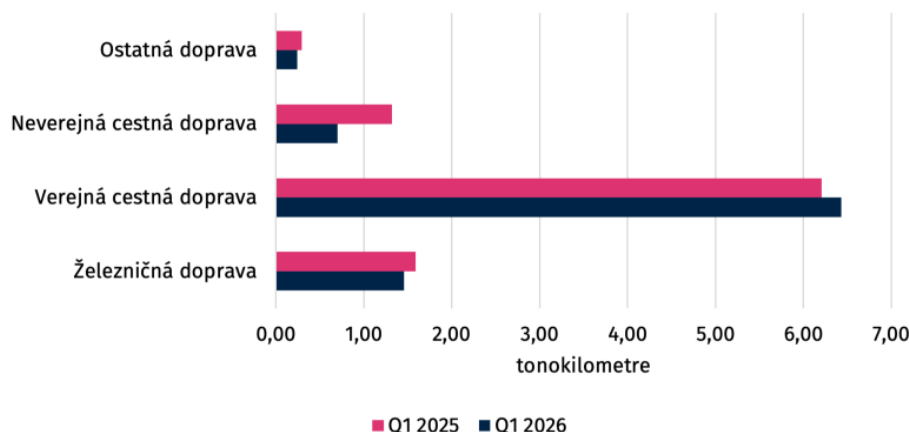
Vývoj nákladnej dopravy na Slovensku v 1. štvrťroku 2026 poukazuje na zhoršujúcu sa situáciu v sektore dopravy a logistiky. Objem nákladnej prepravy realizovanej podnikmi registrovanými v SR dosiahol 40,8 milióna ton tovaru, čo predstavovalo medziročný pokles o 9,3 %. Išlo zároveň o historicky najnižší kvartálny objem nákladnej dopravy od začiatku sledovania ukazovateľa Štatistickým úradom SR. Pokles sa prejavil vo všetkých druhoch dopravy. Cestná doprava, ktorá tvorí dominantnú časť nákladnej dopravy na Slovensku, klesla o 8,3 %, železničná doprava o 4 % a ostatná doprava (zahŕňajúca vodnú, leteckú a potrubnú dopravu) zaznamenala pokles až o takmer 32 %.

Objem prepraveného tovaru nákladnou dopravou

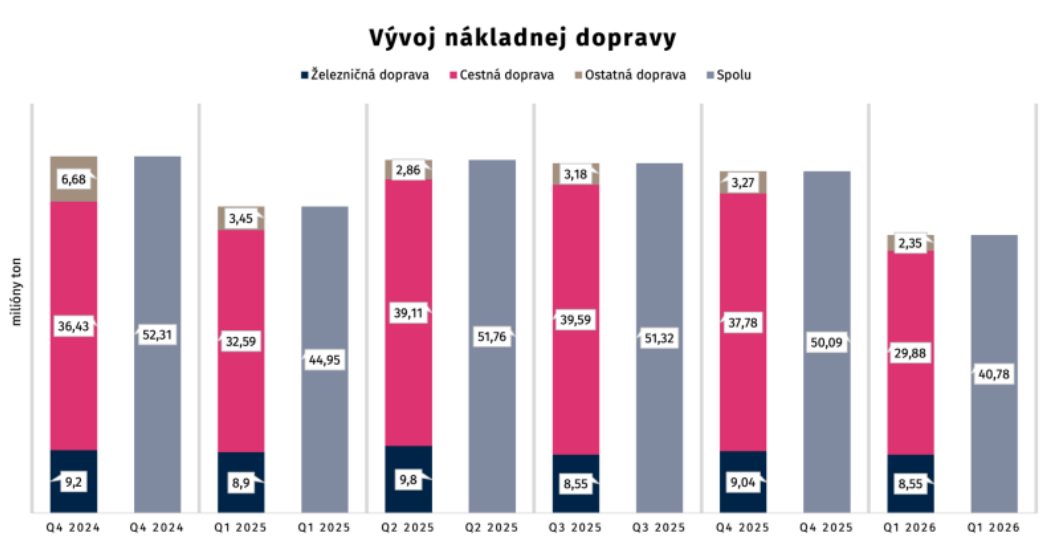


Negatívny trend pokračuje už dlhšie obdobie. Výkony nákladnej dopravy, ktoré zohľadňujú aj prepravnú vzdialenosť, dosiahli v 1. štvrtroku 2026 hodnotu 8,8 miliardy tonokilometrov. V porovnaní s rovnakým obdobím roku 2025 išlo o pokles o 6 %. Pokles výkonov pretrváva už piaty štvrtrok po sebe, čo naznačuje dlhodobejšie spomaľovanie sektora. Výkony cestnej dopravy sa medziročne znížili o 5,1 % a železničnej dopravy o 8,3 %. Mimoriadne výrazný pokles zaznamenala neverejná cestná doprava (preprava tovaru, ktorú podnik zabezpečuje výlučne pre svoje vlastné potreby), kde výkony klesli až o 46 %.

Výkony nákladnej dopravy



Zhoršovanie situácie potvrdzujú aj údaje z predchádzajúcich období. V 3. štvrťroku 2025 dosiahol objem nákladnej dopravy 51,3 milióna ton (-6,4 % medziročne) a v 4. štvrťroku 2025 objem prepravy opäť klesol na 50,1 milióna ton (-4,2 % medziročne). Za celý rok 2025 sa na Slovensku prepravilo približne 198 miliónov ton tovaru, čo predstavovalo medziročný pokles o 6,4 %. Až 75 % všetkého tovaru bolo prepraveného cestnou dopravou a približne 18 % železnicou. Dáta ukazujú, že nákladná doprava oslabuje prakticky nepretržite od roku 2024 (-3,7 % medziročne).

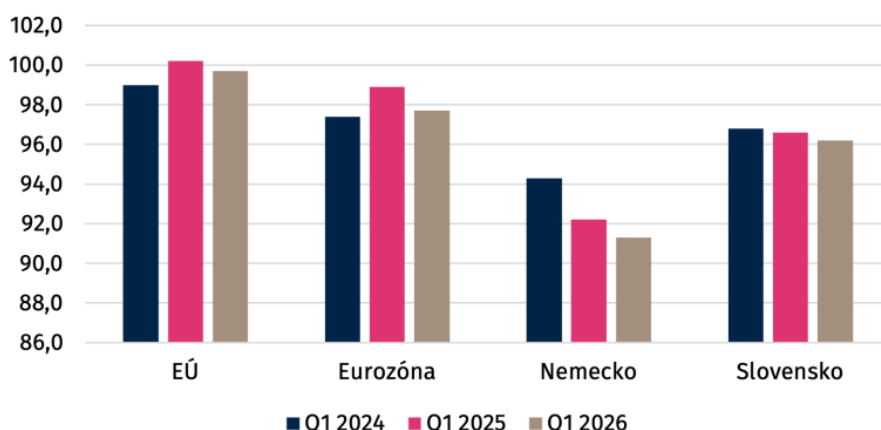


Záver

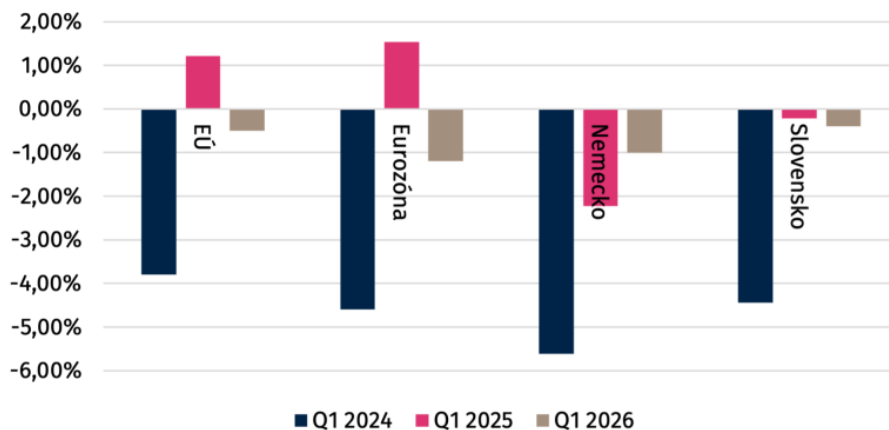
Vývoj nákladnej dopravy v 1. štvrťroku 2026 bol výrazne ovplyvnený oslabením európskeho priemyslu a spomalením zahraničného obchodu Slovenska. Slovenská ekonomika patrí medzi najotvorenejšie ekonomiky EÚ, pričom export dlhodobo presahuje 90 % HDP. Priemyselná produkcia v eurozóne v Q1 2026 medziročne klesla o 1,2 %, v celej EÚ o 0,5 % a na Slovensku o 0,4 %. V Nemecku, ktoré je najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenska (21 % exportu SR v roku 2025), sa priemyselná produkcia v Q1 2026 medziročne znížila o 1 %. Slabší výkon európskeho priemyslu sa následne prejavil aj v slovenskom zahraničnom obchode. Export v januári klesol na 8,4 mld. EUR (- 3 % medziročne) a vo februári na 9,3 mld. EUR (- 1 % medziročne). Marec bol prvým mesiacom roka, kedy export medziročne stúpil, a to o 0,5 % na 10,15 mld. EUR. V prvom štvrťroku 2026 teda dosiahla hodnota exportovaného Slovenska 27,93 mld. EUR, čo znamená, že ide o medziročný pokles 0,6 %.

Vývoj zahraničného obchodu naznačuje, že pokles nákladnej dopravy nebol izolovaným javom, ale aj odrazom slabšieho výkonu exportne orientovaného priemyslu. Až 79 % slovenského exportu v Q1 2026 (22 mld. EUR) smerovalo do členských štátov EÚ (+ 4 % medziročne). Vzhľadom na silnú orientáciu slovenskej ekonomiky na európske trhy bude ďalší vývoj dopravného sektora závisieť predovšetkým od oživenia priemyselnej výroby a dopytu v krajinách EÚ. (vv)

Priemyselná produkcia (2021 = 100)



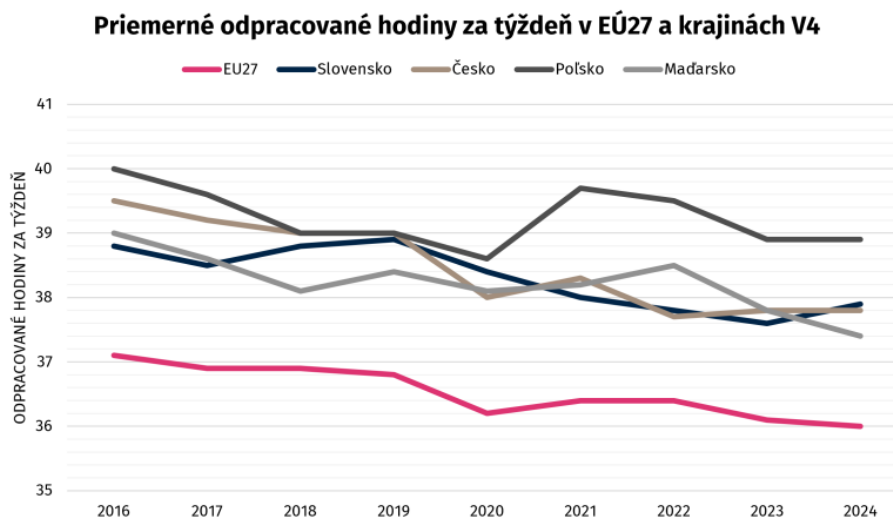
Medziročná zmena priemyselnej produkcie



Vývoj priemerných odpracovaných hodín V4 v kontexte EÚ27

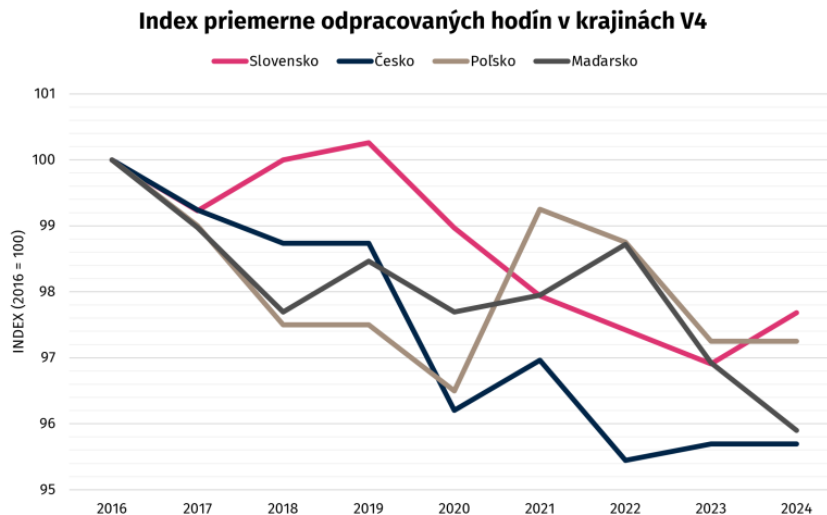
V posledných rokoch sa v Európe mení nielen to, koľko zarábame, ale aj to, koľko času sme ochotní tráviť v práci. V krajinách V4 sa tieto zmeny prelínajú s vlastnou kombináciou demografie, štruktúry ekonomiky a trhu práce, čo postupne pretvára doterajší model rastu založený na nadpriemerne dlhom pracovnom čase v porovnaní s členskými štátmi Európskej únie (EÚ27).

V EÚ27 sa priemerný pracovný týždeň skrátil z 37,1 hodiny v roku 2016 na 36,0 hodiny v roku 2024, čo znamená zhruba o 55 hodín práce ročne menej na jedného zamestnanca. Na Slovensku klesol priemerný pracovný čas z 38,8 hodiny týždenne v roku 2016 na 37,9 hodiny v roku 2024, čo predstavuje približne 0,9 hodiny menej na jedného zamestnanca týždenne. Poľsko si aj napriek poklesu udržiava najdlhší pracovný čas, v roku 2024 tam zamestnanci pracujú asi o 3 hodiny týždenne viac než je priemer EÚ27, teda približne o 150 hodín ročne navyše. Rozdiely medzi krajinami V4 sa však postupne zmenšujú, keďže aj v tomto regióne dochádza k skracovaniu pracovného týždňa. Rastúci dôraz na work-life balance a vyššiu produktivitu tak postupne nahrádzajú doterajší model (rastu cez nadčasy).



Podľa indexu s bázou 2016 = 100 je vidno, že Slovensko a Česko znížili priemerný pracovný čas približne o 2, respektíve 4 %, zatiaľ čo Poľsko a Maďarsko prešli výraznejším cyklom, v ktorom po pandemickom prepade nasledovalo krátke dobíhanie hodín. Volatilnejší vývoj v Poľsku a Maďarsku súvisí s výrazným podielom priemyslu a rýchlym post covidovým oživením, ktoré dočasne zvýšilo potrebu nadčasov, pričom podobné, no miernejšie efekty vidno aj v Česku a na Slovensku. Hoci Poľsko zostáva absolútne najviac pracujúcou krajinou V4, celková

dynamika je podobná ako v ostatných štátoch regiónu. Doterajší vývoj naznačuje, že pokles odpracovaných hodín má skôr štrukturálny charakter a súvisí s dlhodobejšou zmenou preferencií pracovníkov a tlakom na vyššiu produktivitu, zatiaľ čo čisto cyklické faktory na trhu práce zohrávajú menšiu úlohu.



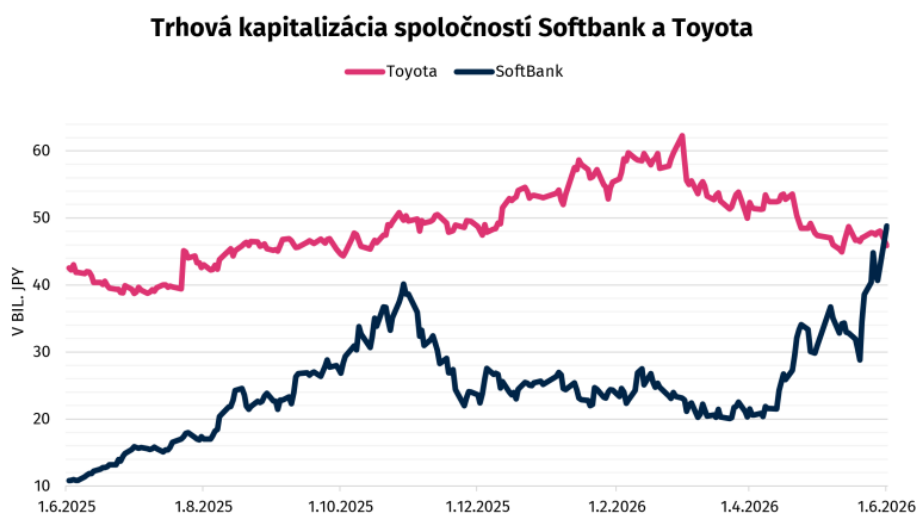
Vývoj odpracovaných hodín vo V4 naznačuje, že model (viac času v práci = rast) sa v regióne pomaly vyčerpáva. Krajiny, ktoré ešte donedávna stavili na dlhý pracovný týždeň, sa dnes približujú k európskemu priemeru a zvyšok výkonu musia doháňať inak. Skúsenosť Slovenska v období 2016 – 2023 ukazuje, že produktivita práce na hodinu síce rastie od úrovne približne 40 – 45 USD (v parite kúpnej sily – PPP, ktorá zohľadňuje rozdiely v cenových hladinách medzi krajinami) na hodinu v polovici minulej dekády k viac ako 60 USD na hodinu v roku 2023. Slovensko však stále zaostáva za priemerom vyspelých krajín, kde sa výkon pohybuje okolo 70 USD na hodinu, takže samotné skracovanie pracovného času nebude stačiť na udržanie dobrehania bohatších ekonomík. O tom, či sa tento trend premietne do udržateľného rastu, rozhodne aj kvalita politik trhu práce. Od nastavenia pracovnoprávnej legislatívy a podpory skrátených úväzkov až po prípadné experimenty so štvordňovým pracovným týždňom. V prostredí starnúcej populácie a rozbehutej automatizácie tak bude kľúčovou otázkou v najbližších rokoch nie to, koľko hodín dokážeme ešte pridať, ale či dokážeme z každej odpracovanej hodiny vyťažiť výrazne viac. (lg)

SoftBank prekonal Toyota v trhovej kapitalizácii

SoftBank Group sa na začiatku júna 2026 stala najhodnotnejšou verejne obchodovanou spoločnosťou v Japonsku, keď jej trhovú kapitalizáciu vzrástla na 48,8 bil. JPY, zatiaľ čo Toyota

dosahovala 45,9 bil. JPY. Táto zmena odzrkadľuje výrazný presun investorskej pozornosti smerom k spoločnostiam naviazaným na umelú inteligenciu a technologickú infraštruktúru, čo v posledných mesiacoch podporilo rast ocenenia SoftBank aj jej význam v japonskom akciovom priestore.

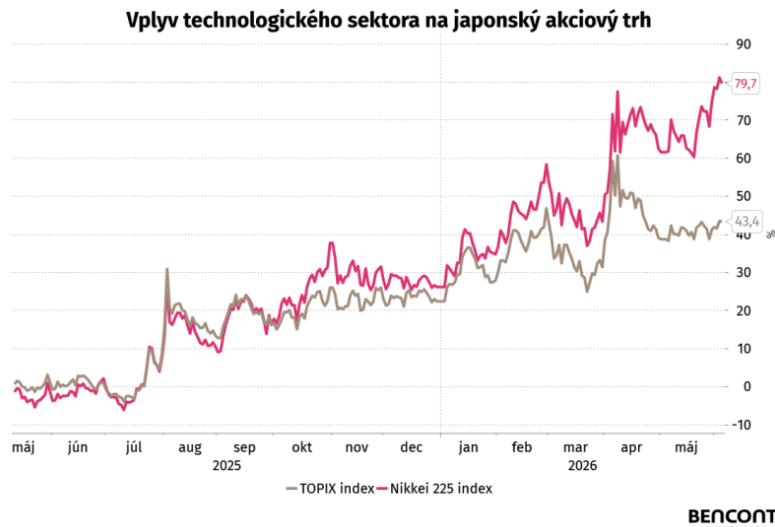
Keďže ide o dva odlišné podnikateľské modely, je vhodnejšie než priame fundamentálne porovnanie sledovať, ako aktuálny vývoj ich trhovej kapitalizácie vplýva na štruktúru a výkonnosť akciových indexov, ktorých sú súčasťou. Súčasný stav tak neukazuje iba zmenu poradia medzi dvoma ikonickými japonskými firmami, ale aj širší posun trhu, v ktorom technologický a AI naratív dočasne prevažuje nad tradičnými priemyselnými titulmi.



Rast technologicky orientovaných titulov sa do japonského trhu premietal výraznejšie v segmente, ktorý je citlivejší na vývoj niekoľkých dominantných spoločností. V prostredí, kde sa pozornosť investorov sústreďuje na AI a polovodiče, sa výkon trhu začal čoraz viac odlišovať od širšieho, diverzifikovanejšieho indexu TOPIX, ktorý lepšie zachytáva rovnováhu medzi priemyslom, financiami a technológiami. V rámci TOPIX pritom Toyota aktuálne patrí na 2. miesto s váhou 2,73 %, zatiaľ čo SoftBank Group je na 3. mieste s váhou 2,56 %, čo naznačuje, že aj napriek výraznému rastu SoftBank zostáva v širšom trhovom benchmarku rozloženie vplyvu medzi najväčšími spoločnosťami vyvázenejšie.

Rozdiel medzi Nikkei 225 a TOPIX preto nie je len v samotnom tempe pohybu, ale najmä v štruktúre ich zloženia. Nikkei 225 je citlivejší na rast niekoľkých veľkých technologických titulov, pričom SoftBank v ňom dosahuje váhu 8,8 %, zatiaľ čo Toyota sa neumiestnila ani top desiatke, takže jej vplyv na vývoj tohto indexu je výrazne menší. Tento rozdiel ešte zvýrazňuje aj samotná koncentrácia technologického zastúpenia, keďže v Nikkei 225 tvoria technologické spoločnosti približne 58,3 % indexu, zatiaľ čo v prípade TOPIX sa ich podiel pohybuje len okolo

20 až 22 %. TOPIX naopak rozkladá trhovú vplyv širšie, nakoľko zahŕňa všetky spoločnosti na hlavnom trhu Tokijskej burzy, a preto v ňom majú Toyota aj SoftBank významné, no vzájomne porovnateľné zastúpenie.



Japonský trh v súčasnosti neoceňuje len veľkosť spoločností, ale najmä ich schopnosť stať sa nositeľmi nového investičného príbehu. Posun smerom k AI a polovodičom je viditeľný aj cez vyššiu koncentráciu technologických váh v Nikkei 225, zatiaľ čo TOPIX ostáva stabilnejším obrazom trhu, v ktorom sa rastový impulz rozkladá medzi širšie spektrum sektorov. Práve tento rozdiel naznačuje, že súčasná dominancia SoftBank je skôr odrazom trhovej preferencie než zmeny v celkovej štruktúre japonskej ekonomiky. Z pohľadu investora je podstatné, že obe indexové konštrukcie reagujú na tú istú situáciu odlišným spôsobom, kde ho jeden zosilňuje a druhý filtruje. To zvyšuje význam výberu benchmarku, pretože rovnaký pohyb na trhu môže viesť k úplne odlišnej interpretácii podľa toho, či sa sleduje cenovo vážený alebo kapitalizačne vážený index. (lg)

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.