

SMCI · Super Micro Computer

Инвестиционный анализ · 2026-03-20 · AI Analyst

© Vitaliy Kravchenko | Smart Invest
patreon.com/kravchenko_invest
t.me/kravchenko_invest

VALUATION		PROFITABILITY		BALANCE & DIVIDENDS	
Price	\$20.58	Revenue (TTM)	\$28.06 B	Debt / Equity	75.28
Market Cap	\$12.34 B	Revenue Growth	123.4%	52-Week High	\$62.36
P/E (Trailing)	15.0x	Gross Margin	8.0%	52-Week Low	\$20.35
P/E (Forward)	6.9x	Operating Margin	3.7%	Dividend Yield	N/A
P/B	1.8x	Net Margin	3.1%	Beta	1.49
EV/EBITDA	17.9x	ROE	13.2%		
P/S	0.4x	ROA	3.4%		
		Free Cash Flow	\$103.5 M		

SMCI · Super Micro Computer

Цена акции: 20.58 (на 2026-03-20)

Вот подробный инвестиционный отчет (Investment Memo) по компании Super Micro Computer, Inc. (SMCI), составленный на основе предоставленных финансовых документов и транскриптов звонков.

Драйверы роста и Качество выручки (Growth Focus)

Основные драйверы роста:

Выручка компании демонстрирует гиперрост исключительно за счет **органического спроса** на инфраструктуру для искусственного интеллекта (AI), GPU-серверы и решения масштаба стойки (rack-scale) [1-3]. Никаких сделок слияний и поглощений (M&A) для буста выручки не упоминается. Главным катализатором стал переход дата-центров на платформы NVIDIA (Hopper, Blackwell) и применение систем жидкостного охлаждения (DLC) [1, 4]. В Q2 FY2026 выручка выросла на 123.4% год к году и достигла рекордных \$12.68 млрд [3, 5].

Ускорение и замедление сегментов:

Явное **ускорение** показывают продукты, связанные с AI GPU: в Q2 FY2026 этот сегмент взлетел на 169.7% [3]. В то же время традиционные серверы и решения (Traditional Storage, SuperBlade, Ultra Server) демонстрируют **замедление и спад** — продажи в этих категориях упали на 42.5% в Q2 FY2026, так как фокус клиентов полностью сместился на AI-инфраструктуру [3].

Долгосрочные попутные ветры (Secular tailwinds):

Менеджмент делает фундаментальную ставку на два фактора:

1. Масштабное развертывание AI-дата-центров [6-8].

2. Переход на экологичные вычисления (Green Computing) и технологии прямого жидкостного охлаждения (DLC-2), которые экономят до 40% электроэнергии и воды в дата-центрах [4].

Guidance vs Реальность (Sandbagging или Overpromising?):

Менеджмент испытывает огромные трудности с точностью прогнозирования из-за волатильности цепочек поставок и поведения клиентов, что приводит к "американским горкам" в результатах. Например, результаты за Q1 FY2026 (\$5.01 млрд) оказались значительно хуже ожиданий из-за задержек с готовностью дата-центров и переносом крупных заказов на конец сентября [9, 10]. Однако уже в Q2 FY2026 компания перевыполнила план, зафиксировав почти \$12.7 млрд выручки [5]. Несмотря на такую волатильность, CEO Чарльз Лян (Charles Liang) упорно называет свой годовой прогноз "минимум в \$40 млрд" — "**очень консервативным**" (sandbagging) [11, 12].

Финансовая дисциплина и Маржинальность (Value Focus)

Динамика маржинальности и операционный рычаг:

Качество прибыли стремительно ухудшается. Валовая маржа (Gross Margin) упала с 18.0% в FY2023 до 13.8% в FY2024 и 11.1% в FY2025 [13]. Деградация продолжилась: в Q1 FY2026 валовая маржа составила 9.3% [9], а в Q2 FY2026 рухнула до катастрофических **6.3%** [5]. Менеджмент объясняет это агрессивной ценовой стратегией для захвата доли рынка, расходами на ускоренную доставку (expedite costs), ростом тарифов и изменением микса продуктов [5, 13].

Тренд на улучшение операционного рычага **отсутствует**: операционная маржа упала с 10.7% в FY2023 до 5.7% в FY2025 [14] и составила всего 3.8% в последнем квартале [15]. Рост выручки сопровождается опережающим ростом операционных издержек.

Распределение Free Cash Flow (FCF):

Свободный денежный поток компании находится под колоссальным давлением оборотного капитала. За 6 месяцев, закончившихся 31 декабря 2025 года, операционный денежный поток был **отрицательным (-\$941.4 млн)** [16, 17].

Приоритеты распределения капитала:

1. **Working Capital (Запасы):** Основной пожиратель кэша. На балансе скопилось \$10.59 млрд запасов к концу Q2 FY2026 [18, 19].
2. **CAPEX:** Инвестиции в глобальные производственные мощности (США, Тайвань, Малайзия) составляют около \$200-220 млн в год [20, 21].
3. **R&D:** Инвестиции в новые архитектуры продуктов и найм инженеров [22, 23].
4. **Buybacks:** Компания потратила \$200 млн на выкуп 4.89 млн акций в июне 2025 года, чтобы компенсировать разводнение от конвертируемых облигаций [24, 25].
5. **Дивиденды:** Не выплачиваются [26].

Признаки ухудшения качества прибыли:

Они очевидны и критичны. Во-первых, рост запасов опережает выручку, что привело к гигантским списаниям устаревших запасов: **\$132.9 млн** только за один Q2 FY2026 [27, 28]. Во-вторых, компания признала "существенные слабости" (material weaknesses) во внутреннем контроле за финансовой отчетностью [29, 30].

Анализ настроений менеджмента (Call Transcript Deep Dive)

Трудности на секциях Q&A:

Самыми сложными моментами стали вопросы, связанные с отставкой независимого аудитора и задержкой подачи формы 10-K. Менеджмент жестко пресекал такие вопросы, заявляя в начале звонков: "Компания не будет отвечать ни на какие вопросы касательно недавнего решения нашего независимого аудитора уйти в отставку" [31, 32].

Также менеджмент очень уклончиво отвечал на прямые вопросы аналитиков (например, Brandon Nispel из KeyBanc) о том, почему гайденс подразумевает **0% маржинальной прибыли (contribution margin)** на новые продажи. CEO и CFO избегали точных прогнозов по долгосрочной марже, обещая возврат к "двузначным цифрам", но без конкретных сроков [33, 34].

Тон CEO/CFO:

Тон разительно меняется. Если в вопросах корпоративного управления (аудиторы, отчетность) CFO звучит крайне осторожно и формально [35], то в части бизнес-прогнозов CEO Чарльз Лян звучит агрессивно-уверенно, постоянно заявляя о "рекордном спросе" и "консервативности" планов [11, 36]. Макроэкономические риски (например, пошлины) упоминаются, но менеджмент считает, что их продуктовое преимущество важнее [37, 38].

Детальный анализ Earnings Calls (Q2 2026)

Ключевые тезисы:

1. Достижение рекордной выручки (\$12.68 млрд) [39, 40].
2. Давление на маржинальность как осознанная стратегия ("завоевание доли рынка любой ценой") [5, 39, 41].
3. Фокус на новых продуктах DCBBS для повышения будущей прибыльности [42, 43].
4. Инвестиции в производственные мощности в Малайзии и Тайване для снижения себестоимости [44, 45].

Главное достижение — удержание статуса "first-to-market" для систем на новых чипах; *главный вызов* — дефицит компонентов и падение валовой маржи [39, 44].

Конкуренты:

Прямо имена конкурентов (Dell, HPE) не называются, но упоминаются "традиционные конкуренты" и "новые игроки, преимущественно из Азии" (ODM-производители), которые спровоцировали ценовую войну [46]. SMCI позиционирует себя выше за счет инженерного превосходства и скорости внедрения новинок [39, 41].

Партнёры и экосистема:

NVIDIA остается критическим партнером (Hopper, Blackwell, GB300) [1, 47]. Также упоминается AMD с их системами Vera Rubin и Helios [48].

Планы и прогнозы (Forward Guidance):

На Q3 FY2026 дан прогноз выручки "как минимум \$12.3 млрд" [49, 50]. Прогноз на весь 2026 финансовый год подтвержден на уровне "не менее \$40 млрд" [51, 52]. CEO заявил, что эта цифра ограничена исключительно доступностью чипов, а не спросом [12, 53].

Новые продукты и инициативы:

Главная инициатива — **Data Center Building Block Solutions (DCBBS)**. Это продажа готовых дата-центров "под ключ" вместе с программным обеспечением и обслуживанием, что должно вернуть маржу к двузначным показателям в будущем [42, 43]. Также анонсирован запуск платформ, оптимизированных под мега-масштабные стойки GB300 от NVIDIA [47].

Риски со слов менеджмента:

Явно признаны: нехватка компонентов (память и хранилища), влияние новых торговых пошлин (tariffs), затраты на логистику и расширение международных заводов [39, 41, 44].

Риски и "Медвежий кейс" (Bear Case)

Основываясь на документах, следующие 3 фактора могут обрушить акции:

- 1. Риск корпоративного управления и делистинга:** Компания испытывает серьезные проблемы: задержка подачи 10-K, отставка аудитора, признанные "существенные слабости" (material weaknesses) в финансовом контроле и расследования со стороны SEC (subpoenas) [29-31, 54]. Если будут выявлены реальные махинации с выручкой, акции могут рухнуть до уровней ликвидационной стоимости.
- 2. Катастрофическая концентрация клиентов:** В Q2 FY2026 на одного клиента ("Customer A") пришлось **62.6% всей выручки компании** [55]. Потеря этого единственного клиента или перенос его заказов приведет к моментальному коллапсу продаж.
- 3. Коллапс маржинальности и сжигание ликвидности:** Стратегия "рост любой ценой" обвалила валовую маржу до 6.3% [5]. За полгода компания списала \$169.1 млн мертвых запасов [28]. Отрицательный операционный денежный поток вынуждает компанию наращивать долги: уже выпущены конвертируемые облигации на \$4.7 млрд (с погашением в 2028-2030 годах) [56-58]. Если маржа не восстановится, бизнес-модель окажется нежизнеспособной.

Позиционирование в секторе (Sector Context)

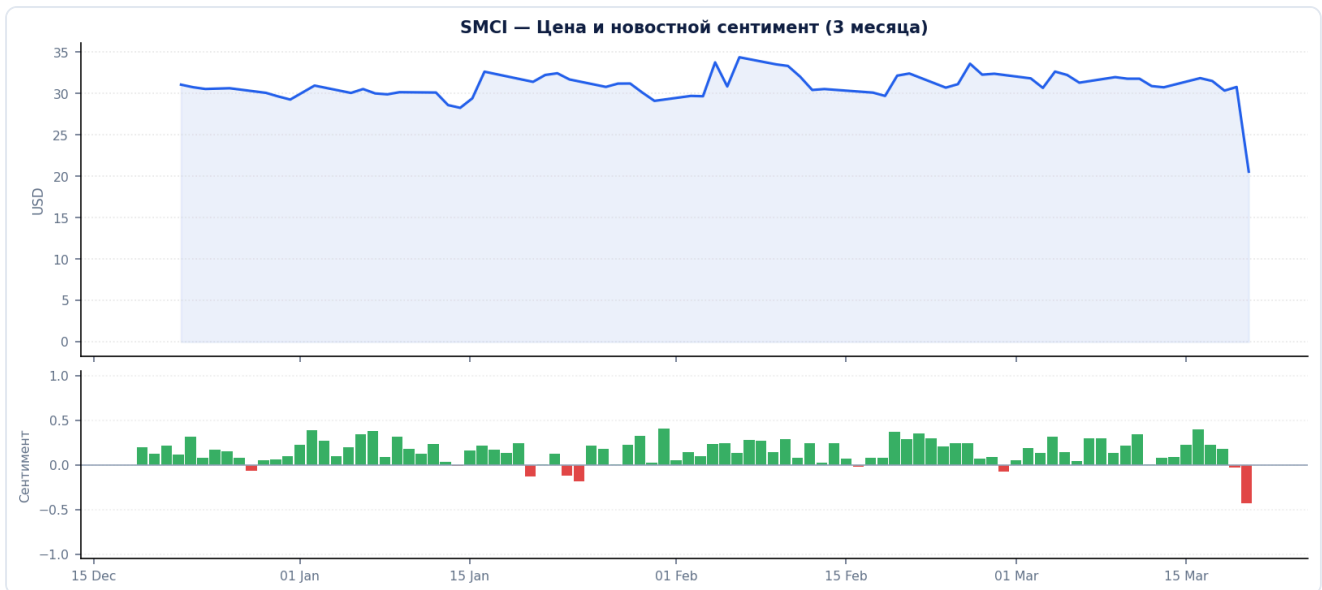
Позиционирование в секторе (Technology — Computer Hardware)

Метрика	SMCI	Сектор (медиана)	Позиция
P/E (trailing)	15.0x	27.9x	✓ Дешевле
P/E (forward)	6.9x	22.0x	✓ Дешевле
P/B	1.8x	7.3x	✓ Дешевле
EV/EBITDA	17.9x	16.7x	— Дороже
ROE	13.2%	34.4%	— Ниже нормы
ROA	3.4%	15.4%	— Ниже нормы
Net Margin	3.1%	30.1%	— Ниже нормы
Operating Margin	3.7%	35.4%	— Ниже нормы
Revenue Growth (YoY)	123.4%	16.7%	✓ Выше нормы
Debt/Equity	75.3x	39.2x	— Дороже

Пирь: MSFT, AAPL, GOOGL, META, AMZN · Данные: Yahoo Finance

SMCI исторически занимала нишу между брендовыми производителями серверов (HPE, Dell) и азиатскими ODM-фабриками (Quanta, Foxconn). Благодаря концепции "Building Block" и тесным связям с NVIDIA, компания смогла первой выводить AI-серверы на рынок. Однако сейчас сектор коммодитизируется: конкуренты из Азии перехватывают долю рынка за счет демпинга, что заставило SMCI снижать цены и пожертвовать своей премиальной маржинальностью ради удержания темпов роста [13, 46].

Рыночный сентимент



Средний сентимент за 3 мес: +0.15 (Somewhat-Bullish) · 861 новостей

Позитивные события:

- [2026-02-20] Blockonomi: [Super Micro Computer \(SMCI\) Stock Surges as Insiders Buy and Analysts Upgrade](#) · score: +0.95
- [2026-03-16] Supermicro: [Supermicro Super AI Station](#) · score: +0.90
- [2026-01-06] Estadão Blue Studio: [Agencia de Comunicação - A Supermicro anuncia suporte às futuras plataformas NVI...](#) · score: +0.88

Негативные события:

- [2026-03-20] Yahoo Finance: [Super Micro Tanks 22% as Co-Founder Arrested in \\$2.5 Billion AI Chip Smuggling R...](#) · score: -0.92
- [2026-03-20] Proactive financial news: [Nasdaq slumps as Supermicro developments ripple through AI sector](#) · score: -0.82
- [2026-03-20] Yahoo Finance: [Supermicro Stock Drops Over 25% After Co-Founder Charged With Smuggling AI Tech ...](#) · score: -0.82

Сентимент вокруг акций экстремально волатилен и скорее негативен среди институционалов. Несмотря на ошеломляющий рост выручки, рынок напуган отчетом шорт-селлера (Hindenburg Research, обвинения в манипуляциях с учетом и обходе санкций), уходом аудиторов и задержкой SEC-файлингов [59]. Инвесторы оценивают компанию с дисконтом из-за отсутствия прозрачности.

Расчет стоимости акции

Текущая рыночная цена акции: **20.58**.

Дивиденды:

Компания **не выплачивает** дивиденды и прямо заявляет, что "не ожидает выплат дивидендов в обозримом будущем" [26, 60].

- Текущий дивиденд на акцию: \$0 (0%).
- Динамика за 3-5 лет: Дивидендов никогда не было.

- Коэффициент выплат: 0%.
- Альтернатива (Vuuback): Программа действует точно (например, \$200 млн в июне 2025 [24]), но в основном используется для предотвращения разводнения от опционов и огромного объема новых конвертируемых облигаций.
- **Риски дивидендов:** Неприменимо, но в любом случае выплата была бы невозможна из-за отрицательного свободного денежного потока и растущего корпоративного долга (\$4.8 млрд) [61]. "Дивиденд не актуален".

Сценарный анализ (горизонт 12 месяцев):

Обоснование модели: Учитывая, что FCF глубоко отрицательный, модель дисконтированных денежных потоков (DCF) нерелевантна. Будем использовать мультипликатор P/E к ожидаемой прибыли на акцию (EPS), так как рынок сейчас оценивает компанию исключительно по способности конвертировать гипер-выручку в чистую прибыль на фоне кризиса корпоративного управления.

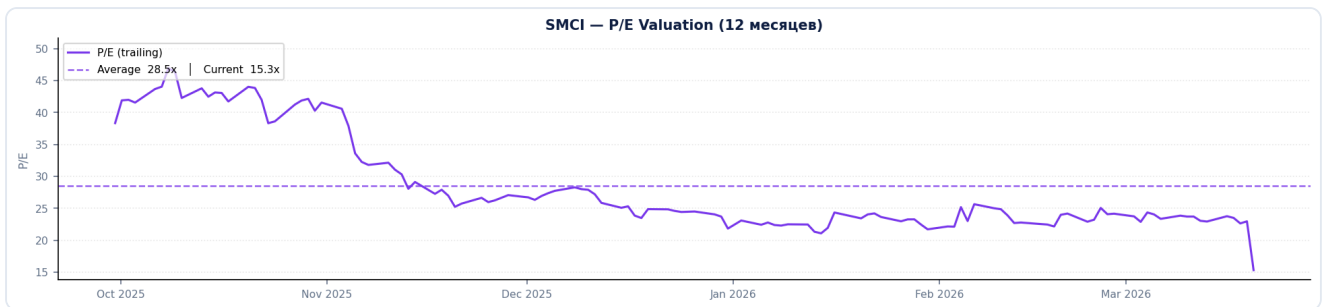
- 🐮 **Бычий (Bull Case):** Аудитор утверждает отчетность без рестейтментов. Доля продуктов DCBBS растет, что позволяет восстановить валовую маржу до исторической нормы в 11-12%. Выручка достигает \$45 млрд. EPS составляет около \$3.00 на акцию (с учетом сплита). При P/E = 10x (дисконт за волатильность), целевая цена составит \$30.00. Прирост цены: +45.7%. Дивиденды: \$0 (0%). Полная доходность: **+45.7%**.
- ⚖️ **Базовый (Base Case):** Отчетность подается с задержками, но без фатальных последствий. Компания выполняет план в \$40 млрд выручки, но валовая маржа остается под давлением азиатских конкурентов (в районе 7-8%). EPS составляет \$2.00. Рынок присваивает мультипликатор P/E = 12x. Целевая цена: \$24.00. Прирост цены: +16.6%. Дивиденды: \$0 (0%). Полная доходность: **+16.6%**.
- 🐻 **Медвежий (Bear Case):** SEC находит махинации с выручкой. Крупнейший клиент (Customer A, дающий 62% выручки) диверсифицирует закупки в пользу Dell или Quanta. Маржа остается на уровне 6%. Компания не справляется с долговой нагрузкой. EPS падает до \$1.00, мультипликатор сжимается до P/E = 10x. Целевая цена: \$10.00. Падение: -51.4%. Дивиденды: \$0 (0%). Полная доходность: **-51.4%**.

Сценарий	Целевая цена	Прирост цены	Дивиденды/год	Полная доходность
🐮 Бычий (Bull Case)	\$30.00	+45.7%	\$0 (0%)	+45.7%
⚖️ Базовый (Base Case)	\$24.00	+16.6%	\$0 (0%)	+16.6%
🐻 Медвежий (Bear Case)	\$10.00	-51.4%	\$0 (0%)	-51.4%

Итог по доходности (Base Case): Ожидаемая полная годовая доходность составляет **+16.6%** (16.6% прирост цены + 0% дивидендная доходность).

Динамика цены акции





Вывод (Verdict)

Вердикт: "Value Trap" (Ловушка стоимости).

Несмотря на впечатляющий рост выручки за счет развития ИИ, компания покупает этот рост ценой полного разрушения маржинальности и сжигания кэша.

- **Ключевой фактор "ЗА"**: Уникальное положение на рынке инфраструктуры для ИИ, глубокое партнерство с NVIDIA и передовые технологии жидкостного охлаждения (DLC), способные генерировать более \$40 млрд выручки в год [4, 51].
- **Ключевой фактор "ПРОТИВ"**: Катастрофические проблемы с корпоративным управлением (отсутствие аудитора, SEC-расследования [29, 31, 54]), деградация валовой маржи до 6.3% [5], отрицательный операционный денежный поток [17] и критическая зависимость от одного клиента (62.6% продаж) [55]. Прибыль существует на бумаге, но не конвертируется в реальные деньги для акционеров. Акция подходит только для крайне спекулятивных портфелей.

Источники

- Отчёт · Super Micro Computer, Inc. - SMCI - Earnings call Q1 2025 Transcript _ CapEdge.pdf · Q1 2025
- Отчёт · Super Micro Computer, Inc. - SMCI - Earnings call Q1 2026 Transcript _ CapEdge.pdf · Q1 2026
- Отчёт · Super Micro Computer, Inc. - SMCI - Earnings call Q2 2025 Transcript _ CapEdge.pdf · Q2 2025
- Отчёт · Super Micro Computer, Inc. - SMCI - Earnings call Q2 2026 Transcript _ CapEdge.pdf · Q2 2026
- Отчёт · Super Micro Computer, Inc. - SMCI - Earnings call Q2 2026 Transcript _ CapEdge.pdf · Q2 2026
- Отчёт · Super Micro Computer, Inc. - SMCI - Earnings call Q3 2025 Transcript _ CapEdge.pdf · Q3 2025
- Отчёт · smci-20250630.pdf · 2025
- Отчёт · smci-20250930.pdf · 2025
- Отчёт · smci-20251231.pdf · 2025

Дисклеймер. Настоящий документ носит исключительно информационный характер и **не является инвестиционной рекомендацией или инвестиционным советом**. Материал представляет собой выжимки и аналитические интерпретации документов, перечисленных в разделе «Источники», и основан на фактах, содержащихся в этих документах, а также на предположениях аналитика. Прошлые результаты не гарантируют будущей доходности. Любые инвестиционные решения принимаются исключительно на ваш собственный страх и риск. Автор не несёт ответственности за возможные убытки, возникшие в результате использования данного материала.