

Semiconduttori, il nuovo petrolio dell'AI economy

Analisi competitiva e posizionamento dei leader globali: NVIDIA, TSMC, Broadcom, ASML, AMD, Samsung, SK Hynix

Nota d'archivio

Analisi redatta da Simone Cilluffo e pubblicata su LinkedIn il 29/04/2026, prima della costituzione di Hartmer Equity Research. Riproposta nel formato attuale per completezza dello storico: dati, stime e giudizi si riferiscono a fine aprile 2026 e non sono stati aggiornati. La versione originale conteneva un'indicazione operativa su TSMC con valore obiettivo a 12 mesi di \$245; in questa versione è riportata come stima di valore, secondo la terminologia attualmente adottata.

Cinque tesi sul settore

- *L'AI è un superciclo strutturale.* Mercato globale stimato in circa \$725 mld nel 2026, di cui oltre il 40% legato a data center e acceleratori.
- *Concentrazione estrema del valore.* I primi tre operatori catturano circa il 70% dei profitti del settore.
- *La foundry avanzata è un punto unico di vulnerabilità.* TSMC controlla oltre il 90% dei nodi sotto i 3 nanometri, senza sostituti credibili prima del 2028.
- *Il vero collo di bottiglia è la litografia.* ASML detiene il 100% del segmento EUV.
- *Il rischio dominante è geopolitico, non ciclico.* Stretto di Taiwan e controlli all'export tra USA e Cina sono il principale fattore di incertezza.

Analista: Simone Cilluffo, CEFA · Codice archivio: ER-2026-A01

1. Il settore in sintesi

INDICATORE	VALORE 2026E		NOTA
Mercato globale (TAM)	~\$725 mld	+19% sul 2025; crescita media ~11% annuo 2024-28	
Quota AI / data center	~42%	Era circa il 18% nel 2022	
Capex foundry	~\$185 mld	TSMC, Samsung, Intel	
Operatori critici	5	Senza sostituti nel medio termine	

Fonti: Gartner, WSTS, SEMI, IDC ed elaborazioni dell'autore (aprile 2026).

2. I sette protagonisti

SOCIETÀ	TICKER	CAPITALIZZ.	ATTIVITÀ PRINCIPALE
NVIDIA	NVDA	\$3.050 mld	Acceleratori AI e GPU
TSMC	TSM	\$980 mld	Foundry avanzata
Broadcom	AVGO	\$790 mld	ASIC personalizzati per AI, networking
Samsung Electronics	005930	\$430 mld	Memorie e foundry
ASML	ASML	\$330 mld	Litografia EUV
AMD	AMD	\$280 mld	CPU, GPU, serie MI per AI
SK Hynix	000660	\$170 mld	DRAM, leader HBM
Totale primi sette		\$6.030 mld	~82% della capitalizzazione del settore

Fonti: Bloomberg, Yahoo Finance, bilanci societari; chiusura del 24/04/2026. Valori indicativi.

3. Redditività a confronto (FY2025)

SOCIETÀ	RICAVI	MARGINE LORDO	MARGINE OPERATIVO	UTILE NETTO
NVIDIA	\$165 mld	75%	62%	\$92 mld
TSMC	\$118 mld	58%	48%	\$48 mld
Samsung (semiconduttori)	\$78 mld	30%	15%	\$9 mld
Broadcom	\$58 mld	75%	45%	\$22 mld
SK Hynix	\$58 mld	45%	30%	\$13 mld
ASML	\$35 mld	52%	33%	\$9 mld
AMD	\$32 mld	50%	22%	\$5 mld

NVIDIA presenta margini tipici di una società di software (lordo 75%, operativo 62%), il segnale più chiaro di un vantaggio tecnologico difficilmente attaccabile nel breve periodo. TSMC è l'unica foundry con margine operativo superiore al 45%: il potere di prezzo riflette la posizione di quasi-monopolio sui nodi avanzati.

4. Vantaggi competitivi

SOCIETÀ	VANTAGGIO	FONDAIMENTO
NVIDIA	Ecosistema CUDA	Vent'anni di lock-in software, costi di cambiamento elevatissimi
TSMC	Vantaggio di nodo	2-3 anni di distacco manifatturiero sui concorrenti
Broadcom	ASIC personalizzati e scala	Relazioni con gli hyperscaler, portafoglio post-VMware
ASML	Monopolio EUV	Unico produttore mondiale, oltre 5.000 brevetti
AMD	x86 e chiplet	Architettura modulare, costi inferiori a Intel
Samsung	Integrazione verticale	Dalla fabbricazione alle memorie e al packaging
SK Hynix	Leadership HBM	Prima a produrre HBM3E, qualifica con NVIDIA

5. Quote di mercato 2023-2025

SEGMENTO	LEADER	2023	2024	2025
Acceleratori AI	NVIDIA	85%	92%	88%
Acceleratori AI	AMD	4%	4%	6%
Foundry avanzata	TSMC	59%	61%	62%
Foundry avanzata	Samsung	13%	13%	12%
DRAM	Samsung	43%	42%	41%
DRAM (HBM)	SK Hynix	27%	33%	37%
Litografia EUV	ASML	100%	100%	100%

Tre fenomeni chiave: NVIDIA difende la quasi totalità del mercato degli acceleratori AI; TSMC continua a guadagnare quote nella foundry avanzata a spese di Samsung; SK Hynix è l'unico vero caso di crescita di quota, grazie alla leadership nelle memorie HBM3E.

6. Qualità del management

SOCIETÀ	VERTICE	PERMANENZA	VALUTAZIONE	NOTA
NVIDIA	Jensen Huang	32 anni (fondatore)	A+	Visione sull'AI dal 2012, allocazione del capitale eccellente
TSMC	C.C. Wei	7 anni	A	Esecuzione impeccabile
Broadcom	Hock Tan	20 anni	A	Acquisizioni di successo (CA, Symantec, VMware)
ASML	Christophe Fouquet	2 anni	B+	Transizione ordinata dopo Wennink
AMD	Lisa Su	12 anni	A+	Rilancio dell'azienda
Samsung	Jay Y. Lee	3 anni (presidente)	B	Difficoltà nella foundry
SK Hynix	Kwak Noh-Jung	2 anni	A-	Scommessa su HBM ripagata

Valutazione qualitativa dell'autore su permanenza, esecuzione e allocazione del capitale.

7. Ricerca e sviluppo (FY2025)

SOCIETÀ	SPESA R&S	% DEI RICAVI
Intel (riferimento)	\$16,0 mld	29%
NVIDIA	\$14,5 mld	9%
Broadcom	\$9,5 mld	16%
Samsung (semiconduttori)	\$8,5 mld	11%
TSMC	\$7,2 mld	6%
AMD	\$7,0 mld	22%
ASML	\$5,0 mld	14%
SK Hynix	\$5,0 mld	9%

Intel investe il 29% dei ricavi in ricerca senza riuscire a monetizzarla, mentre NVIDIA genera circa \$11 di ricavi per ogni dollaro di R&S: l'indicatore rilevante è la produttività della ricerca, non la spesa in valore assoluto.

8. Rischi del settore

- **Geopolitica di Taiwan.** TSMC produce oltre il 90% dei nodi sotto i 3 nanometri: un rischio estremo e asimmetrico, poco prezzato dal mercato.
- **Ciclo degli investimenti in AI.** Capex degli hyperscaler stimati in crescita del 50% sul 2024 (oltre \$380 mld): una pausa anche del 20% ridimensionerebbe le attese su NVIDIA, AMD e Broadcom.

- **Controlli all'export.** Le restrizioni USA verso la Cina, che vale circa il 25% del fatturato di molti operatori, si inaspriscono periodicamente.
- **Chip proprietari degli hyperscaler.** Google TPU, AWS Trainium e Microsoft Maia possono erodere gradualmente il potere di prezzo di NVIDIA dal 2027.

Stima dell'autore: probabilità ponderata di un impatto superiore al 10% sul P/E di settore nei 12 mesi successivi pari a circa il 28%.

9. Le due società di riferimento

NVIDIA

PUNTI DI FORZA		PUNTI DI DEBOLEZZA	
Ecosistema CUDA con oltre 5 milioni di sviluppatori		Primi cinque clienti pari a circa il 50% dei ricavi	
Margine operativo del 62%, il più alto del settore		Dipendenza quasi totale da TSMC per i nodi avanzati	
Roadmap Blackwell-Rubin a cadenza annuale		P/E forward di circa 38 volte, poco margine di errore	
Cash flow operativo superiore a \$80 mld (FY2025)		Esposizione regolatoria sull'export verso la Cina	
OPPORTUNITÀ		MINACCE	
Sovereign AI: mercato potenziale di circa \$120 mld nel 2026-28		Chip proprietari degli hyperscaler	
Software CUDA-X come ricavo ricorrente		Recupero tecnologico di AMD MI400 e Intel Gaudi 3	
Robotica e guida autonoma (Drive Thor)		Possibile pausa dei capex nel 2027	
Networking post-Mellanox (Spectrum-X)		Cina: circa il 17% dei ricavi a rischio	

TSMC

PUNTI DI FORZA		PUNTI DI DEBOLEZZA	
62% del mercato della foundry avanzata		Circa l'85% della capacità produttiva a Taiwan	
Vantaggio tecnologico di circa due anni su Samsung		Capex strutturalmente elevati, circa \$45 mld l'anno	
Clienti: NVIDIA, Apple, AMD, Broadcom		Potere di prezzo inferiore a quello di NVIDIA	
Free cash flow yield di circa il 5,5%		Dipendenza da ASML per la litografia EUV	
OPPORTUNITÀ		MINACCE	
Avvio dei volumi a 2 nanometri nel secondo semestre 2026		Rischio estremo su Taiwan (geopolitico, sismico)	
Packaging avanzato CoWoS: capacità esaurita fino al 2027		Recupero di Samsung con il 2nm GAA nel 2027	
Diversificazione in USA, Giappone ed Europa		Margini inferiori negli stabilimenti in Arizona	
Aumenti di prezzo del 10% concordati per il 2026		Possibile rallentamento degli smartphone (~30% del mix)	

10. Stima di valore su TSMC (aprile 2026)

Nell'aprile 2026 l'analisi individuava in TSMC il miglior rapporto tra rischio e rendimento atteso del settore e indicava un valore obiettivo a 12 mesi di \$245 per l'ADR (TSM), superiore di circa il 28% al prezzo di allora. Le motivazioni erano quattro.

- *Stessa esposizione all'AI a un multiplo inferiore.* P/E forward di circa 22 volte, contro circa 38 per NVIDIA.
- *Posizione strutturale non sostituibile.* Quasi-monopolio sui nodi avanzati, senza alternative credibili prima del 2028.
- *Generazione di cassa sottovalutata.* Free cash flow yield di circa il 5,5%, dividend yield di circa l'1,8%, capacità CoWoS esaurita.
- *Catalizzatori nei 12 mesi successivi.* Avvio del 2 nanometri, aumenti di prezzo del 10%, espansione in Arizona, crescita attesa dell'EPS del 28%.

ELEMENTO		VALORE (APRILE 2026)
Valore obiettivo a 12 mesi		\$245
Scostamento rispetto al prezzo di allora		circa +28%
Corrispondenza con la scala attuale dei giudizi		SOTTOVALUTATA (scostamento superiore al 15%)

La stima ha natura storica e non è stata aggiornata. Secondo la metodologia attuale, il giudizio sintetico descrive solo la relazione tra prezzo e valore stimato e non costituisce un invito ad acquistare, vendere o detenere.

11. Calendario dei catalizzatori indicato (aprile 2026 – aprile 2027)

PERIODO	EVENTO	RILEVANZA
Maggio 2026	Risultati TSMC del I trimestre, indicazioni sui prezzi	Media
Giugno 2026	NVIDIA al Computex: specifiche Rubin	Media
Luglio 2026	ASML II trimestre: ordini High-NA EUV	Media
Settembre 2026	Lancio iPhone 18, primo cliente TSMC a 2nm	Alta
Ottobre 2026	Finanziamenti Chips Act	Evento binario
Novembre 2026	Risultati NVIDIA del III trimestre, primo trimestre Rubin	Alta
Dicembre 2026	Indicazioni capex 2027 degli hyperscaler	Evento binario
Gennaio 2027	Guidance FY2026 e politica dei dividendi TSMC	Media
Febbraio 2027	Accordi di sovereign AI (Emirati, Arabia Saudita, India)	Media
Marzo 2027	Lancio AMD MI400 e confronto con Rubin	Evento binario

Conclusioni

Nel settore dei semiconduttori il 2026 premia chi controlla i colli di bottiglia: capacità della foundry, litografia EUV ed ecosistema software per l'AI. Il valore si concentra nelle società con posizioni strutturali difficilmente replicabili, mentre i principali rischi sono di natura geopolitica e legati alla durata del ciclo di investimenti in intelligenza artificiale.

GIUDIZIO SINTETICO	SIGNIFICATO
SOTTOVALUTATA	Il prezzo di mercato è inferiore di oltre il 15% al fair value stimato
IN LINEA	Il prezzo di mercato si discosta dal fair value stimato entro ±15%
SOPRAVALUTATA	Il prezzo di mercato è superiore di oltre il 15% al fair value stimato

Il giudizio sintetico descrive esclusivamente la relazione tra il prezzo di mercato alla data indicata e il valore stimato con i modelli descritti. Non costituisce un invito ad acquistare, vendere o detenere lo strumento finanziario, non tiene conto degli obiettivi, della situazione finanziaria o del profilo di rischio di alcun investitore e non rappresenta una previsione sull'andamento futuro del prezzo. Orizzonte di riferimento delle stime: 12 mesi.

Informativa e avvertenze

Autore	Simone Cilluffo, analista finanziario certificato CEFA (EFFAS).
Data	Analisi pubblicata su LinkedIn il 29/04/2026; prezzi e capitalizzazioni al 24/04/2026.
Fonti	Gartner, WSTS, SEMI, IDC, Bloomberg, Yahoo Finance, bilanci societari; elaborazioni dell'autore. Fonti ritenute attendibili, senza garanzia di accuratezza e completezza.
Raccomandazioni	La versione originale conteneva un'indicazione operativa su TSMC (valore obiettivo \$245). L'indicazione è registrata nel Registro delle raccomandazioni e sarà dichiarata nei report su TSMC pubblicati entro i 12 mesi successivi.
Natura del documento	Analisi generica e non personalizzata, con finalità informative: non tiene conto delle caratteristiche, degli obiettivi o della situazione finanziaria del singolo destinatario e non costituisce consulenza in materia di investimenti ai sensi dell'art. 1, comma 5-septies, del D.Lgs. 58/1998 (TUF), né offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari.
Validità dei dati	Dati di mercato, stime e valutazioni sono riferiti alla data indicata e possono non essere più attuali. Prima di qualsiasi decisione verificare le informazioni aggiornate.
Interessi e conflitti	L'autore non deteneva alla data di pubblicazione, e non detiene alla data di questa riedizione (18/10/2026), azioni o altri strumenti finanziari delle società citate. Nessun rapporto di consulenza, incarico o compenso da parte delle società citate.
Riproduzione	Documento ad uso esclusivo del destinatario. Vietata la riproduzione senza autorizzazione scritta. © 2026 Simone Cilluffo – Hartmer Equity Research.