WELLINGTON MANAGEMENT®

Intelligenza artificiale infrastrutture e nuovi motori della creazione di valore

ITINERARI PREVIDENZIALI

Bologna, 5-6 novembre 2026

Francesco Maino
Investment Specialist

SOLO PER INVESTITORI PROFESSIONALI, ISTITUZIONALI, QUALIFICATI E INTERMEDIARI FINANZIARI. NON ADATTO A CLIENTI RETAIL. IL CAPITALE È A RISCHIO. Questa è una comunicazione di marketing. Il presente materiale non è destinato alla riproduzione né alla diffusione presso il pubblico. Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle dell'autore o degli autori, si basano sulle informazioni disponibili al momento della redazione e possono essere modificate senza preavviso. I singoli team di gestione possono avere opinioni differenti e assumere decisioni di investimento diverse per clienti differenti. Salvo diversa indicazione, il materiale e/o i relativi contenuti sono aggiornati alla fine dell'ultimo trimestre disponibile. Alcuni dati provengono da fonti terze. Sebbene tali dati siano ritenuti affidabili, non viene fornita alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza o completezza.

WELLINGTON MANAGEMENT®

La corsa all'AI accelera ricavi e investimenti … ma anche i rischi

Il build-out è reale. Ma per gli investitori la domanda decisiva è chi trasformerà questa spesa in ritorni sostenibili

1 RICAVI

La corsa globale ai modelli

CLOSED / PROPRIETARY

- OpenAI → $50mld revenue run rate
- Anthropic → $67mld revenue run rate annualizzato
- Google Gemini → N/d

OPEN-WEIGHT

- Meta Llama • Alibaba Qwen
- DeepSeek • Mistral

Monetizzazione diretta più limitata / meno trasparente

Chi manterrà pricing power? Quanto a lungo crescerà la domanda?

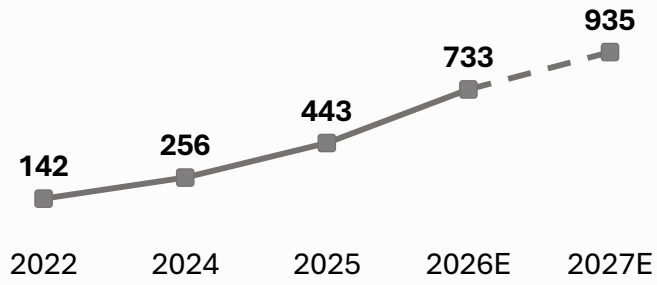
2 INVESTIMENTI

Il build-out accelera

$935 mld

Evoluzione del capex

Microsoft • Amazon • Alphabet • Meta



Quanto di questo capex genererà ritorni adeguati?

3 RISCHI

La sostenibilità è la vera incognita

OBSOLESCENZA
Cicli tecnologici più brevi possono svalutare gli asset

SOVRACAPACITÀ
Eccesso di capacità può comprimere utilizzo e pricing

LEVA
Più debito può amplificare ritorni inferiori alle attese

COMMERCIALIZZAZIONE
Efficienza e costi in calo possono comprimere pricing e margini

Dove si concentreranno i ritorni?

Fonti: Wellington Management; dati societari e stime di mercato, ottobre 2026. Revenue run-rate annualizzati; metodologie di contabilizzazione non omogenee. Capex complessivo di Microsoft, Amazon, Alphabet e Meta, non attribuibile esclusivamente all'AI. 2026E–2027E: stime. A fini illustrativi.

WELLINGTON MANAGEMENT®

AI Capex: un superciclo che coinvolge un ecosistema più ampio

Ogni $100 investiti alimentano due motori di crescita di pari dimensione



$50 SEMICONDUTTORI

Il “cuore di calcolo” dell’AI

Acceleratori	$25
Memorie	$15
CPU e altri chip	$10

$50 ECOSISTEMA INFRASTRUTTURALE

La metà della spesa si distribuisce su più industrie

Energia rete, generazione e distribuzione	$20
Networking switch, cavi e ricetrasmettitori	$15
Raffreddamento chiller, torri e circuiti	$7,5
Costruzioni edifici, terreni e fit-out	$7,5

Fonte: BNP Paribas Equity Research, SankeyMATIC, elaborazione Wellington Management, ottobre 2026. Stime indicative della composizione del capex AI; classificazioni e percentuali non standardizzate e soggette a variazione. A fini esclusivamente illustrativi.

WELLINGTON MANAGEMENT®

Data center: l'AI diventa infrastruttura fisica

Colossus e Hyperion mostrano che la corsa all'AI è diventata una competizione per compute, energia e capitale.

COLOSSUS | xAI / SpaceX

Velocità e capacità in esercizio

~2 GW	555K+	122 giorni
target, 3 siti	GPU, Colossus 1+2	per costruire Colossus 1

La domanda è già presente:

- Google: ~110K GPU, 920 mln $/mese (~33 mld $) in 3y
- Anthropic: Colossus 1, ~220K GPU, ~45 mld $ in 3y

HYPERION | META

Scala, durata e infrastruttura regionale

5 GW	>$50 mld	2030+
capacità prevista ≈2,5x Colossus	investimento	orizzonte

Il data center diventa un progetto di rete, generazione e finanza

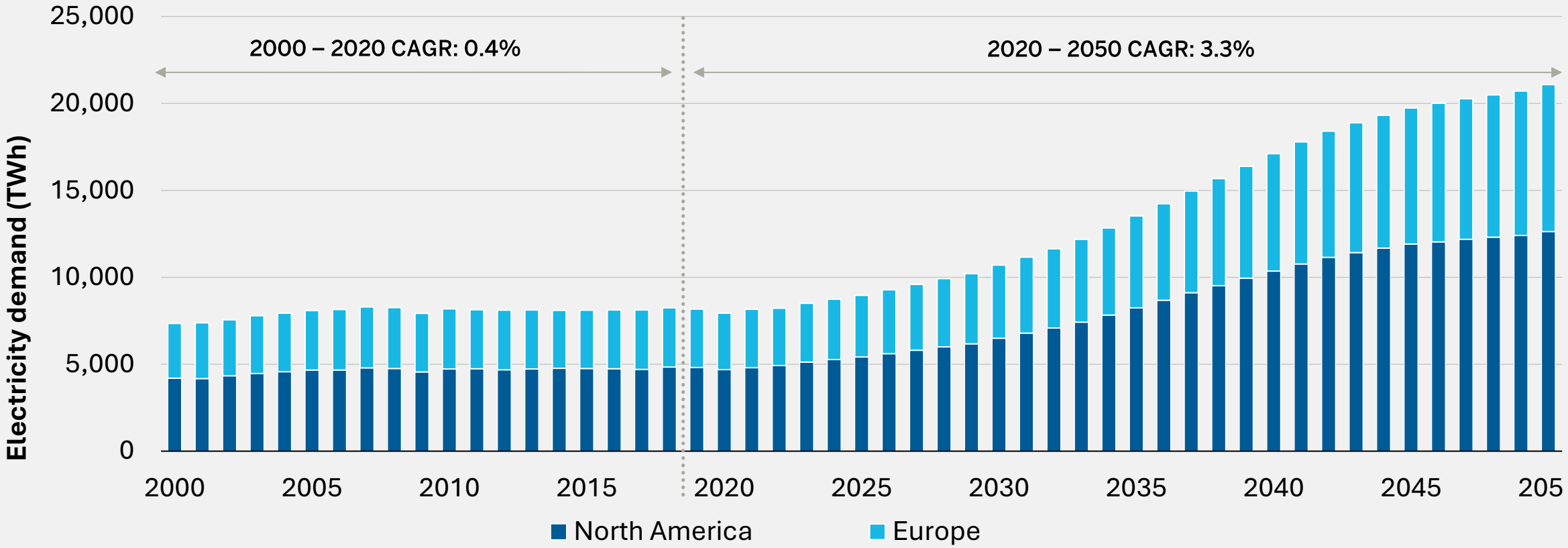
Il build-out è reale. La differenza la faranno accesso all'energia, struttura del capitale e capacità di monetizzare.

Fonte: Wellington Management; comunicazioni societarie e filing di SpaceX/xAI, Google e Meta; CNBC, luglio 2026. Valori relativi a capacità, GPU e investimenti sono target o stime e possono variare. A fini illustrativi.

WELLINGTON MANAGEMENT®

La limitazione non è solo il chip, ma anche il megawatt

Aumento della domanda attesa di energia in Europa e Stati Uniti
Una singola richiesta su ChatGPT richiede circa 10 volte più elettricità rispetto a una ricerca su Google[1]



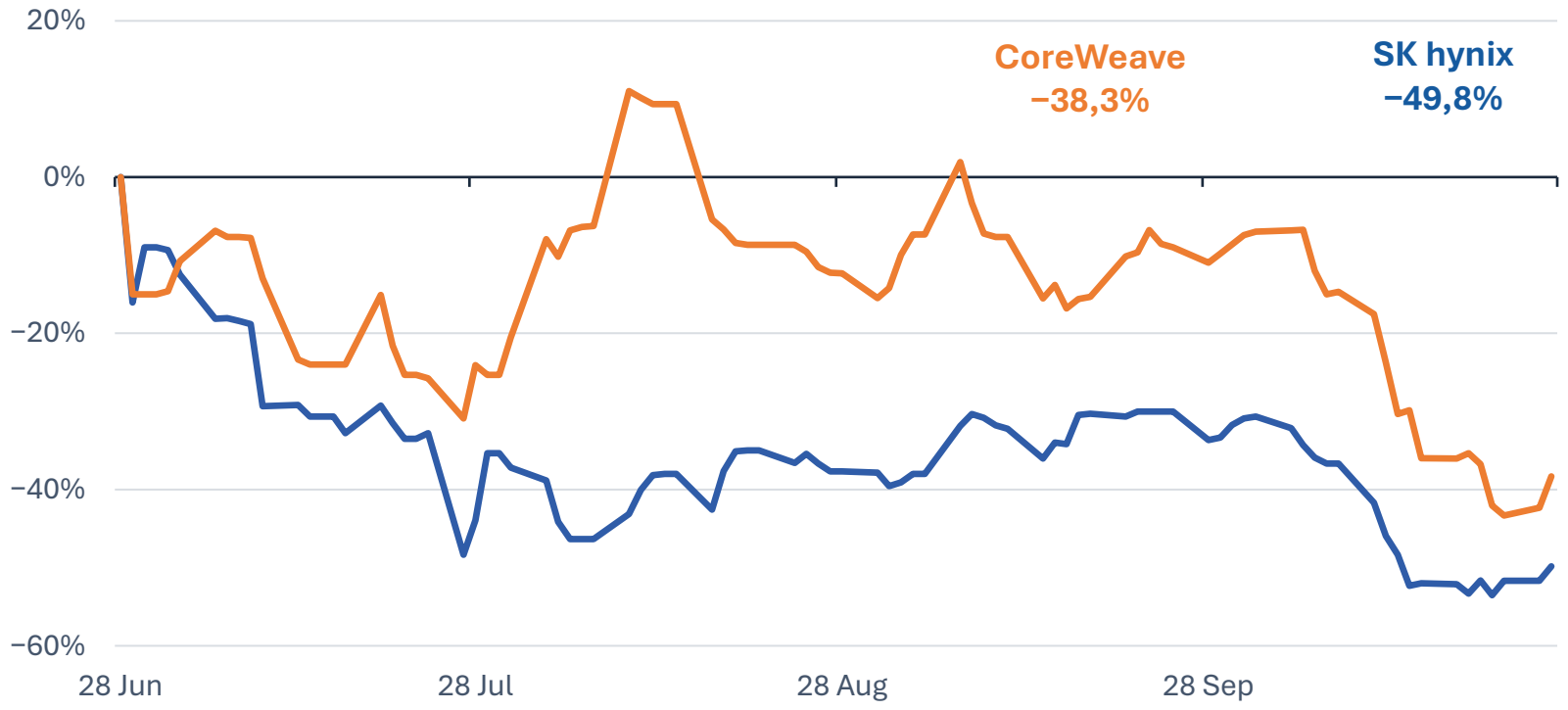
Fonte: IEA, Elettricità 2024, Analisi e previsioni fino al 2026 | Bloomberg New Energy Finance (BNEF) | Le informazioni presentate contengono previsioni. I risultati effettivi e gli eventi possono variare, forse significativamente, rispetto a qualsiasi dichiarazione prospettica fatta | Dati del grafico: 2000 – 2050. I dati da giugno 2024 in poi sono previsti. 1Elettricità 2024: Analisi e previsioni fino al 2026, IEA, gennaio 2024. | [2]Fonte: Energia e IA: il potere e la gloria, Thunder Said Energy, 8 aprile 2024. | Le informazioni presentate contengono previsioni. I risultati effettivi e gli eventi possono variare, forse significativamente, rispetto a qualsiasi dichiarazione prospettica fatta. | Dati del grafico: 2000 – 2050. I dati da giugno 2024 in poi sono previsti.

WELLINGTON MANAGEMENT®

Come interpretare la recente volatilità?

Due società legate allo stesso ciclo, penalizzate per ragioni profondamente diverse

Rendimento cumulativo (%), valuta base, 28 giu – 27 ott 2026



La correzione del prezzo può essere simile.

La natura del rischio no.

Fonte: Morningstar Direct. Rendimento cumulativo in valuta base dal 28 giugno al 27 ottobre 2026. Le società presentano caratteristiche e profili di rischio differenti; il confronto è esclusivamente illustrativo e non costituisce una raccomandazione d'investimento. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DEI RISULTATI FUTURI.

WELLINGTON MANAGEMENT®

Stesso ciclo, profili economici molto diversi

La scarsità può creare pricing power.
La capacità finanziata a leva richiede invece ritorni elevati, durevoli, e sufficientemente rapidi da remunerare il capitale

MEMORY
Scarsità ancora evidente

>2×	**DOMANDA HBM** rispetto alla capacità attuale
2028	**OFFERTA** nuova capacità significativa non prima del 2028
40–50%	**MICRON** quota di domanda che stima di poter soddisfare

Rischio: aspettative sempre più difficili da superare

NEO-CLOUD | CoreWeave
Domanda forte, economics più sensibili

$104 mld	**BACKLOG** domanda già contrattualizzata
$51,6 mld	**DEBITO** leva netta ~8,2× LTM EBITDA
>1.000 pb	**CDS** credito sotto pressione

Rischio: sostenibilità dei ritorni sul capitale

La volatilità del prezzo può essere simile. La qualità del rischio no.

Fonte: Wellington Management, dati societari SK hynix, Micron e CoreWeave; Morningstar Direct e dati di mercato, ottobre 2026. Backlog, debito, leva, CDS e rendimenti possono includere metriche non-GAAP o stime di mercato. Società citate esclusivamente a fini illustrativi; non costituiscono raccomandazioni d'investimento.

L’opportunità AI è molto più ampia dei grandi nomi tecnologici

WELLINGTON MANAGEMENT®

Una filiera così stratificata richiede profondità di ricerca e competenze specialistiche

CHI CREA LA DOMANDA (1 – 2) | **PASSAGGI OBBLIGATI: DAL SILICIO AL SISTEMA (3 – 10)** | **INFRASTRUTTURA FISICA (11 - 13)**

1 Applicazioni e modelli AI

- OpenAI
- Anthropic
- Google
- Meta
- Microsoft

Generano utilizzo e domanda di calcolo.

2 Cloud & hyperscaler

- AWS
- Azure
- Google Cloud
- **Alibaba Cloud**
- **Tencent Cloud**

Comprano capacità, chip, rete, storage ed energia.

3 Acceleratori & ASIC

- NVIDIA
- AMD
- Broadcom
- **MediaTek**
- **ASPEED**

Trasformano elettricità in capacità di calcolo.

4 Memoria HBM & DRAM

- **SK hynix**
- **Samsung**
- Micron

Alimenta gli acceleratori con bandwidth e storage.

5 Packaging & substrati

- **TSMC CoWoS**
- **Ajinomoto**
- **Unimicron**
- **Ibiden**
- **ASE Technology**

Integra compute, HBM e substrati in un sistema.

6 Foundry (fabbricazione)

- **TSMC**
- **Samsung**
- Intel
- **SMIC**

Produce fisicamente i chip su wafer avanzati.

7 Equipment semiconduttori

- ASML
- Lam Research
- **Advantest**
- Applied Materials
- **Tokyo Elec.**
- **Disco**

Fornisce le macchine necessarie alla produzione.

8 Test & validazione

- **Advantest**
- **Chroma**
- Teradyne

Verifica qualità, resa e performance di chip e sistemi.

9 Networking & ottica

- Arista
- Broadcom
- **Accton**
- Coherent
- Innolight

Connette migliaia di acceleratori in un cluster.

10 Server, rack & sistemi

- Dell
- Supermicro
- Foxconn
- Wiwynn
- Quanta

Assembla chip, memoria, rete, power e cooling.

11 Data center & colocation

- Equinix
- Digital Realty
- Vantage
- CoreWeave
- Nebius

Offre spazio, fibra, resilienza e accesso alla potenza.

12 Power & cooling

- Vertiv
- Schneider Electric
- Eaton
- ABB
- **Delta Electronics**

Distribuisce energia e rimuove il calore dai rack.

13 Energia & rete elettrica

- National Grid
- Terna
- E.ON
- Iberdrola
- Enel
- Dominion
- NextEra
- Constellation

Genera, trasmette e connette la potenza al sito.

DAL WAFER AL WATT

Il pricing power può emergere dove l’offerta è più difficile da espandere

L’Asia è uno snodo centrale

Fonte: Wellington Management. Esempi di aziende che operano in questi sottosettori. Elenco illustrativo, non esaustivo e non una raccomandazione all’investimento.

Informazioni importanti

Wellington Management Company LLP (WMC) è un consulente d'investimento indipendente registrato presso la Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense. WMC è anche registrata presso la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) degli Stati Uniti come consulente per la negoziazione di materie prime (CTA) e operatore di commodity pool (CPO). WMC funge da CTA per alcuni clienti, compresi i pool di materie prime gestiti da operatori di pool di materie prime registrati. WMC fornisce consulenza in materia di commodity trading a tutti gli altri clienti in virtù di esenzioni dalla registrazione CTA. WMC opera da CPO per alcuni veicoli in pool sponsorizzati da Wellington. WMC, insieme alle sue affiliate (collettivamente, Wellington Management), fornisce servizi di gestione e consulenza per gli investimenti a istituzioni di tutto il mondo. Wellington Management Group LLP (WMG), una società a responsabilità limitata del Massachusetts, funge da holding capogruppo dell'organizzazione globale di Wellington Management. Tutti i partner sono membri professionisti a tempo pieno di Wellington Management. Con sede a Boston, Massachusetts, Wellington Management ha uffici anche a Chicago, Illinois; New York, New York; Radnor, Pennsylvania; San Francisco, California; DIFC, Dubai; Francoforte; Hong Kong; Londra; Lussemburgo; Madrid; Milano; Shanghai; Singapore; Stockholm; Sydney; Tokyo; Toronto; e Zurigo.

Il presente materiale è preparato e autorizzato per uso interno da parte di investitori istituzionali e professionali designati e dei loro consulenti o per qualsiasi altro uso autorizzato da Wellington Management. Il presente materiale e/o i suoi contenuti sono aggiornati al momento della stesura e non possono essere riprodotti o distribuiti in tutto o in parte, per qualsiasi scopo, senza l'espresso consenso scritto di Wellington Management. Il presente materiale non intende costituire una consulenza sugli investimenti o un'offerta di vendita, né la sollecitazione di un'offerta di acquisto di azioni o altri titoli. Gli investitori dovrebbero sempre procurarsi e leggere una descrizione aggiornata dei servizi di investimento o un prospetto informativo prima di decidere se nominare un gestore di investimenti o investire in un fondo. Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle dell'autore o degli autori, si basano sulle informazioni disponibili e sono soggette a modifiche senza preavviso. I singoli team di gestione possono avere opinioni diverse e prendere decisioni di investimento diverse per clienti diversi. I dati utilizzati da terzi sono considerati affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Le dichiarazioni previsionali non devono essere considerate come garanzie o previsioni di eventi futuri. I risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Wellington non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni contenute nel presente materiale nel caso in cui tali informazioni cambino.

In Europa (esclusi Regno Unito e Svizzera), questo materiale è fornito dall'entità di marketing Wellington Management Europe GmbH (WME), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza finanziaria tedesca (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin . Questo materiale può essere utilizzato solo nei Paesi in cui WME è debitamente autorizzata a operare ed è rivolto esclusivamente a controparti idonee o a clienti professionali, come definito dalla legge tedesca sulla negoziazione dei titoli. Questo materiale non costituisce una consulenza d'investimento, una sollecitazione a investire in strumenti finanziari o un'informazione che raccomandi o suggerisca una strategia d'investimento ai sensi della Sezione 85 della legge tedesca sulla negoziazione dei titoli (Wertpapierhandelsgesetz).

©2026 Wellington Management. Tutti i diritti riservati. In vigore dal 28 luglio 2026.

WELLINGTON MANAGEMENT®