HAWK THORNE
INSIGHTS · RAPORT BADAWCZY

3 listopada 2026

SPÓŁKA · NVIDIA CORPORATION (NASDAQ: NVDA)

NVIDIA: ryzyko zmieniło adres

Analiza narracyjna, pozycjonowania i ryzyka inwestycyjnego

Biznes NVIDII jest dziś najsilniejszy w jej historii. Ryzyko inwestycji przeniosło się jednak z pytania, czy popyt na akceleratory się utrzyma, do pytania, kto ten popyt finansuje. Na to drugie spółka coraz częściej odpowiada własnym bilansem.

KURS ZAMKNIĘCIA 30.10.2026	ZMIANA 12 MIES. VS INDEKS PÓŁPRZEWODNIKÓW	PRZYCHODY FQ2 FY27	UDZIAŁ TEMATÓW RYZYKA W PRZEKAZIE
204,64 $	+0,9%	96,2 mld $	20,5%
-14,5% od szczytu z 6.10	indeks +43,6%	+106% r/r · marża brutto 75,0%	16,8% w 12 tyg. wcześniej

Zakres. 30 348 artykułów o NVIDII z korpusu 1,38 mln wiadomości (23.02–03.11.2026), notowania od 2023 r., sprawozdania okresowe, raportowanie krótkiej sprzedaży i obrotu poza giełdą, zgłoszenia 13F, Form 4 i 144, przepływy ETF, uwaga inwestorów detalicznych, serie makro oraz warstwa danych alternatywnych Hawk Thorne.

Charakter materiału. Analiza narracji, ekspozycji i warunków zmiany tezy. Materiał nie zawiera rekomendacji kupna ani sprzedaży i nie uwzględnia sytuacji żadnego inwestora. Szczegóły na s. 18.

00 STRESZCZENIE DLA KOMITETU INWESTYCYJNEGO

Silny biznes, słabsza ekspozycja

Przez dwanaście miesięcy NVIDIA przyniosła akcjonariuszom +0,9%, gdy indeks półprzewodników zyskał +43,6%. Raport odpowiada na pytanie, czy w tej sytuacji spółka oferuje funduszowi akceptowalny profil potencjału i ryzyka oraz gdzie to ryzyko dziś faktycznie siedzi.

Rozróżnienie, na którym opiera się ocena

Rynek zwykle zlewa w jedno dwa odrębne pytania: o **jakość biznesu** (popyt, marże, pozycja technologiczna) i o **jakość ekspozycji**, czyli o kanały, którymi strata może dotrzeć do akcjonariusza. W przypadku NVIDII obie oceny rozjechały się w 2026 r. To rozróżnienie jest osią całego raportu.

Teza

> **Popyt na akceleratory nie jest dziś głównym źródłem ryzyka. Jest nim to, że NVIDIA coraz częściej finansuje i gwarantuje popyt swoich klientów, więc jeden szok uderzyłby w nią trzema kanałami naraz: przez przychody, przez wyceny udziałów w klientach i przez gwarancje.**

Kluczowe ryzyko nie jest więc największe w izolacji, lecz najbardziej skorelowane. Zmienność historyczna tego nie pokazuje: 20-sesyjna wynosi 32,2%, najmniej od roku.

Co obaliłoby tę ocenę

1. **Wyniki 17.11.** Jeśli zysk netto pozostanie poniżej operacyjnego, a nowe gwarancje nie urosną szybciej niż przychody, argument o pogarszającej się jakości zysku słabnie.
2. **Narracja.** Jeśli udział tematów ryzyka spadnie poniżej 17% na cztery kolejne tygodnie, październikowe przesunięcie okaże się epizodem.
3. **Kredyt.** Powrót spreadu HY do ok. 2,7% (poziom z września) usunąłby główny czynnik makro działający przeciw mnożnikowi.

Najsłabszy punkt analizy. Kwoty gwarancji i poziomy CDS znamy z relacji medialnych, nie z bezpośredniego pomiaru. W hurtowni nie ma notowań CDS ani pełnego łańcucha opcji (zmienność implikowana, skośność), więc wycena ryzyka ogona przez rynek opcji pozostaje poza zakresem.

Werdykt zhierarchizowany

OŚ OCENY	OCENA	PODSTAWA (DANE DO 03.11.2026)
Fundamenty operacyjne	SILNE	Przychody 96,2 mld $ w FQ2 FY27 (+106% r/r, +17,9% k/k), marża brutto 75,0%, operacyjna 66,2%.
Oczekiwania wbudowane w cenę	UMIARKOWANE	Kurs wymaga ok. 12,6–16,4% rocznego wzrostu skorygowanego EPS przez 5 lat (koszt kapitału 10%, mnożnik końcowy 22–26), przy obecnej dynamice powyżej 80% r/r.
Jakość zysku i bilansu	POGARSZA SIĘ	W FQ1 FY27 zysk netto przewyższył operacyjny o 4,8 mld $; dług długoterminowy 7,5 → 32,4 mld $ w jednym kwartale; rosną gwarancje i zobowiązania zakupowe.
Narracja rynkowa	PRZESUWA SIĘ KU RYZYKU	Tematy ryzyka: 16,8% → 20,5% przekazu; negatywne nagłówki: 12,6% → 17,0% (ostatnie 4 tyg. wobec 12 poprzednich).
Pozycjonowanie	LEKKIE	Krótka sprzedaż 1,24% akcji; obrót -45% wobec IV kw. 2025; insiderzy bez ani jednego zakupu od 2024 r.
Otoczenie makro	NIEKORZYSTNE	Fed podniósł stopy 17.09; CPI 4,0% r/r; spread HY +79 pb od września; reżim ryzyka DEFENSIVE od 23.10.

Ocena jest dzielona: wysoka jakość biznesu, malejąca jakość ekspozycji. Oceny słowne opisują stan i kierunek zmian, nie są sygnałem transakcyjnym.

01 NAJWAŻNIEJSZE USTALENIA

Siedem ustaleń, które zmieniają obraz spółki

Każde ustalenie opiera się na liczbach z hurtowni Hawk Thorne; pełne wyliczenia i źródła w kolejnych rozdziałach.

01 **Lider stał się maruderem.** Od szczytu względnej siły 6.08.2025 NVIDIA straciła 37,4% wobec indeksu półprzewodników. W 2026 r. kapitał popłynął do producentów pamięci (Micron +210%), AMD (+136%) i Intela (+78%). Rynek nie odrzucił AI; przestał płacić premię za jedynego beneficjenta.

02 **Rekordowe przychody, gorsza jakość wyniku.** Przychody FQ2 FY27 wyniosły 96,2 mld $ (+106% r/r). W FQ1 FY27 zysk netto (58,3 mld $) przewyższył operacyjny (53,5 mld $), co przy typowej stopie podatku oznacza ok. 15 mld $ wyniku pozaoperacyjnego. Różnica między EPS GAAP (2,39 $) a skorygowanym (1,87 $) prowadzi do zbliżonej kwoty.

03 **NVIDIA działa jak finansista AI.** Między czerwcem a listopadem spółka wyemitowała obligacje za 25 mld $, udzieliła gwarancji dla centrum danych OpenAI (ok. 100 mld $ według relacji), współtworzy inicjatywę finansowania za 500 mld $ i rozmawia o gwarancjach dla kolejnych kampusów. Pięcioletni CDS NVIDII trafiał w nagłówki jako rekordowy w lipcu i październiku, a w sierpniu jako bliski rekordu.

04 **Narracja przesuwa się z popytu na ryzyko.** W ostatnich czterech tygodniach tematy ryzyka (Chiny, geopolityka, wycena, regulacje, finansowanie) zajmowały 20,5% przekazu wobec 16,8% wcześniej. Najszybciej rosły Chiny (+2,2 pp, ton z 0,01 na −0,15) i geopolityka. Tracił temat laboratoriów AI jako klientów (−3,7 pp).

05 **Ton nagłówków nie prowadzi ceny.** Korelacja tygodniowego sentymentu z nadwyżką stopy zwrotu nad indeksem półprzewodników wynosi −0,02 w tym samym tygodniu i −0,07 w następnym (n = 34). Wartość analizy narracyjnej leży w strukturze debaty, nie w sygnale czasowym.

06 **Pozycjonowanie jest lekkie, uwaga rynku gaśnie.** Krótka sprzedaż to 1,24% akcji, więc paliwa do gwałtownego pokrywania pozycji brak. Obrót spadł o 45% wobec IV kw. 2025, wzmianki na forach inwestorów detalicznych o 91% od szczytu z sierpnia. Insiderzy sprzedali w III kw. 2026 akcje za 968 mln $ i nie kupili żadnych od 2024 r.

07 **Makro działa przeciw mnożnikowi.** Fed podniósł stopy 17.09 (z 3,75% do 4,00%) przy inflacji CPI 4,0% r/r i ropie WTI 103,4 $ (57 $ w grudniu 2025). Spread HY wzrósł o 79 pb w sześć tygodni. Przy becie wobec S&P 500 równej 1,96 NVIDIA jest jednym z najbardziej wrażliwych dużych walorów na ten reżim.

Kalendarz katalizatorów

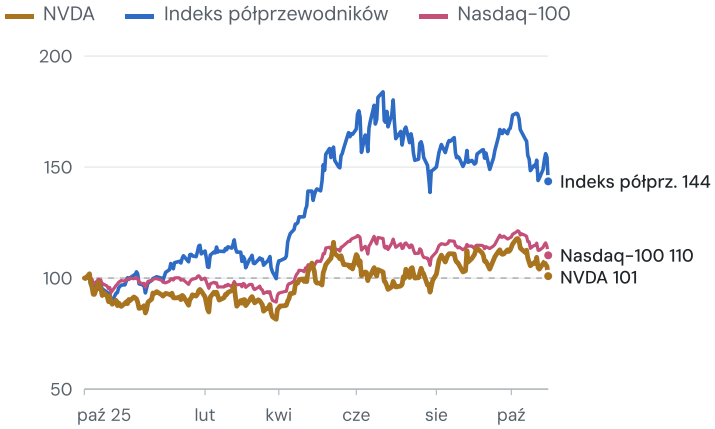
TERMIN	ZDARZENIE	DLACZEGO MA ZNACZENIE
17.11.2026	Wyniki FQ3 FY27	6 z 9 ostatnich reakcji ujemnych mimo pobicia konsensusu; średni ruch ±5,8%
połowa listopada	Termin zgłoszeń 13F za III kw.	dotąd zgłosiło się 2 900 z ok. 6 tys. posiadaczy
w toku	Przegląd DOJ przejęcia Hugging Face	ryzyko warunków lub opóźnienia transakcji
w toku	Limit 49% biznesu chińskiego u partnerów chmurowych	doniesienia z 3.11; brak potwierdzenia skali w danych

02 RYNEK

Lider, który został w tyle

Słabość NVIDII wobec indeksu nie jest sygnałem końca cyklu AI, skoro sam indeks półprzewodników zyskał w rok +43,6%. Jest sygnałem, że rynek przestał płacić premię za jedynego beneficjenta i zaczął rozkładać marginalnego dolara na dostawców pamięci, alternatywnych akceleratorów i produkcji kontraktowej.

Rysunek 1. W ciągu roku NVIDIA zarobiła +0,9%; indeks półprzewodników +43,6%.



Indeks: 30.10.2025 = 100, zamknięcia dzienne skorygowane o splity, do 30.10.2026. Indeks półprzewodników i Nasdaq-100 przez fundusze ETF.

Rysunek 2. Relacja NVDA do indeksu półprzewodników spadła o 37,4% od szczytu z 06.08.2025.



Iloraz kursu NVDA i ETF na indeks półprzewodników, 3.01.2023 = 100, zamknięcia tygodniowe. Strzałka: szczyt relacji.

Tabela 1. Stopy zwrotu do 30.10.2026

WALOR	1M	3M	OD 1.01	12M
NVIDIA	-10,4%	+4,9%	+9,7%	+0,9%
Indeks półprzewodników (ETF)	-14,2%	-3,0%	+45,1%	+43,6%
Nasdaq-100 (ETF)	-6,7%	+1,0%	+12,4%	+10,3%
S&P 500 (ETF)	-0,9%	+1,9%	+10,8%	+11,2%
AMD	-17,5%	+4,0%	+135,7%	+98,1%
Broadcom	-7,1%	-15,9%	-5,8%	-13,4%
TSMC	-11,0%	+0,7%	+33,6%	+33,9%
Micron	-16,9%	+1,2%	+210,0%	+295,0%
Intel	-45,3%	-27,8%	+78,2%	+63,7%
Microsoft	+1,8%	+15,7%	+7,9%	-0,7%
Meta	-15,2%	+14,1%	-6,8%	-7,7%
Alphabet	-18,7%	-16,1%	-10,6%	-0,6%
Amazon	-3,5%	+2,1%	+4,1%	+7,8%
Oracle	-4,8%	+2,4%	-33,0%	-49,1%
CoreWeave	-37,0%	-25,8%	-23,4%	-58,1%

W październiku cały kompleks AI tracił: Alphabet -18,7%, Meta -15,2%, CoreWeave -37,0%, Intel -45,3% po słabej prognozie. NVIDIA (-10,4%) spadała mniej niż indeks (-14,2%), co zgadza się z jej becie wobec indeksu równej 0,65.

Interpretacja. Odczytanie odruchowe brzmi „NVIDIA traci udziały". Dane wskazują raczej, że rynek wycenia ją jak dojrzałego monopolistę o malejącej krańcowej sile cenowej, a za niedobór płaci tam, gdzie jest dziś najostrzejszy: w pamięci HBM i DRAM. Micron ma wskaźnik C/Z 11,8 przy marży netto 63,8%, czyli rynek traktuje jego zyski jako szczyt cyklu.

03 WYCENA

Co wycenia rynek przy 204,64 $

Zamiast celu cenowego odwracamy pytanie: jakiego tempa wzrostu zysków wymaga obecny kurs, by przynieść koszt kapitału. To mówi więcej o asymetrii niż kolejny wskaźnik C/Z.

Tabela 2. Wskaźniki rynkowe, stan na 2.11.2026

SPÓŁKA	C/Z	C/S	MARŻA NETTO	ROE	BETA	52 TYG.
NVIDIA	25,6	16,3	63,7%	110%	2,28	+0,9%
TSMC	24,6	12,7	51,5%	41%	0,95	+17,5%
Microsoft	27,2	11,2	41,2%	33%	1,06	-0,7%
Broadcom	40,7	17,5	42,9%	44%	1,51	-13,4%
AMD	128,1	20,0	15,6%	10%	2,57	+98,1%
Micron	11,8	7,5	63,8%	92%	2,41	+295,0%
Alphabet	14,5	7,3	50,0%	43%	1,24	-0,6%
Meta	20,9	6,5	31,1%	30%	1,28	-7,7%
Amazon	19,2	3,3	16,9%	27%	1,52	+7,8%

C/Z i C/S na zyskach i sprzedaży z ostatnich 12 miesięcy (GAAP). Beta wobec szerokiego rynku. Źródło: dane rynkowe agregowane w hurtowni Hawk Thorne.

Trzy miary C/Z, trzy odpowiedzi

Na zysku GAAP z 12 miesięcy NVIDIA kosztuje 25,6× zysku, mniej niż Microsoft (27,2×). Zysk GAAP zawiera jednak przeszacowania udziałów, dlatego właściwszą bazą jest EPS skorygowany (7,01 $ za cztery kwartały), który daje 29,2×. Na zysku z ostatniego kwartału w ujęciu rocznym wskaźnik spada do 23,0×.

Rozpiętość od 23,0× do 29,2× jest sednem sporu. Kto uważa ostatni kwartał za nowy poziom bazowy, widzi spółkę tanią. Kto uważa go za szczyt cyklu inwestycyjnego, widzi wycenę pełną.

Tabela 3. Wymagany roczny wzrost skorygowanego EPS przez 5 lat

KOSZT KAPITAŁU	C/Z 18	C/Z 22	C/Z 26	C/Z 30
9%	20,1%	15,3%	11,6%	8,4%
10%	21,2%	16,4%	12,6%	9,4%
11%	22,3%	17,5%	13,6%	10,4%
12%	23,4%	18,5%	14,6%	11,4%

Model ilustracyjny: kurs 204,64 $ = $EPS_0 \cdot (1+g)^5 \cdot C/Z_{końc.} / (1+r)^5$, EPS_0 = 7,01 $ (skorygowany, 4 kwartały). Pominięto dywidendę (nieistotna) i skup akcji. To scenariusz hipotetyczny, nie prognoza.

Próg decyzyjny. Przy koszcie kapitału 10% i dojrzałym mnożniku 22× kurs wymaga 16,4% rocznego wzrostu EPS przez pięć lat. Przychody rosną dziś o 106% r/r, więc poprzeczka wydaje się niska. Pułapka leży w kształcie ścieżki: jeśli rok 2027 przyniesie choćby jeden rok spadku zysków o 30%, jak w typowym cyklu półprzewodników, pozostałe cztery lata muszą rosnąć o ok. 27% rocznie. Teza o „taniej" NVIDII jest więc tezą o braku cyklu.

Wynik poprzednich publikacji

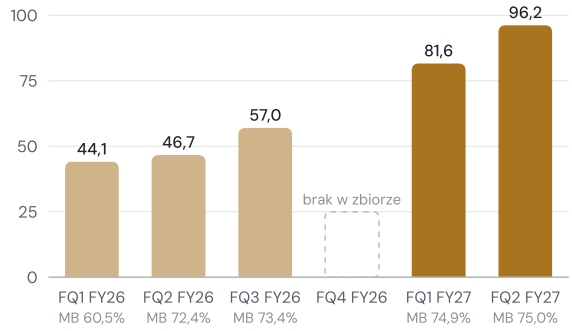
Skorygowany EPS pobijał konsensus w pięciu ostatnich kwartałach o 2,0–4,3%. Rynek nagradzał to rzadko: po 6 z 9 ostatnich raportów kurs następnego dnia spadał (s. 14). Pobicie konsensusu o kilka procent jest już w cenie; ruch decydują prognoza i jakość zysku.

04 FUNDAMENTY

Rekordowe przychody, gorsza jakość wyniku

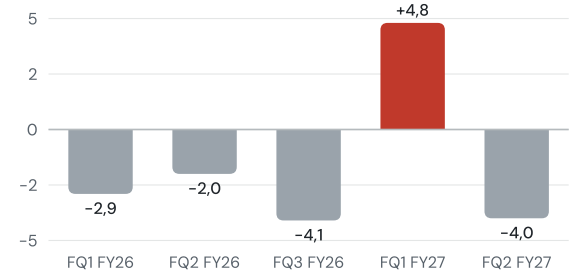
Rachunek wyników NVIDII nie zostawia wątpliwości co do skali popytu. Wątpliwości budzi to, co dzieje się poniżej zysku operacyjnego i po stronie pasywów.

Rysunek 3. Przychody wzrosły z 44,1 do 96,2 mld $ w pięć raportowanych kwartałów; marża brutto ustabilizowała się przy 75%.



Mld $, kwartały fiskalne NVIDII (rok fiskalny kończy się w styczniu). MB: marża brutto. FQ4 FY26 nie występuje w zbiorze danych sprawozdawczych; nie uzupełniamy go szacunkiem.

Rysunek 4. W FQ1 FY27 zysk netto po raz pierwszy przewyższył operacyjny; to ślad dużych zysków pozaoperacyjnych.



Zysk netto minus zysk operacyjny, mld $. Wartość dodatnia (czerwona) oznacza, że wynik pozaoperacyjny przewyższył podatek dochodowy.

Skąd nadwyżka zysku netto

Przy stopie podatku ok. 15% zysk netto 58,3 mld $ w FQ1 FY27 odpowiada zyskowi przed opodatkowaniem ok. 68,6 mld $, czyli ok. 15 mld $ ponad zysk operacyjny. Drugą, niezależną drogą prowadzi różnica między EPS GAAP (2,39 $) a skorygowanym (1,87 $): ok. 12,6 mld $ po opodatkowaniu. Obie ścieżki dają ten sam rząd wielkości. W FQ2 FY27 nadwyżka zmalała do ok. 6,5 mld $ (różnica EPS: ok. 5,8 mld $).

Spółka nie raportuje tej pozycji w naszym zbiorze wprost; najbardziej spójnym wyjaśnieniem są przeszacowania udziałów w podmiotach ekosystemu AI, w które NVIDIA zainwestowała w latach 2025–2026 (m.in. OpenAI, Nebius, Intel). Efekt drugiego rzędu jest nieoczywisty: **zysk GAAP NVIDII zależy częściowo od wycen jej własnych klientów**, czyli od tej samej pętli, którą rynek zaczął kwestionować w lipcu.

Tabela 4. Bilans, mld $

KONIEC KWARTAŁU	AKTYWA	ZOBOW.	KAPITAŁ WŁ.	DŁUG DŁ.	GOTÓWKA
26.01.2025	111,6	32,3	79,3	8,5	8,6
25.01.2026	206,8	49,5	157,3	7,5	10,6
26.04.2026	259,5	64,0	195,5	7,5	13,2
26.07.2026	320,3	91,3	229,0	32,4	22,4

Gotówka bez papierów wartościowych. Źródło: sprawozdania okresowe spółki (XBRL).

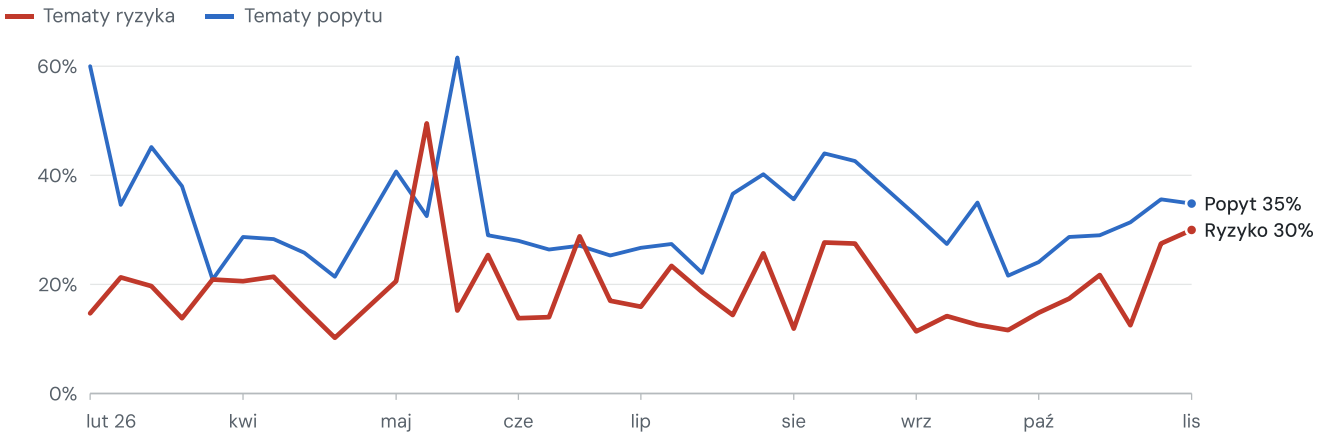
W kwartale zakończonym 26.07.2026 aktywa wzrosły o 60,8 mld $, zobowiązania o 27,3 mld $, a dług długoterminowy o 24,9 mld $ po czerwcowej emisji obligacji. Według relacji z raportu za ten kwartał zobowiązania zakupowe wzrosły ponad dwukrotnie, do 279 mld $. Najbardziej dochodowa spółka sektora zaciąga dług i zamraża kapitał w zobowiązaniach wobec dostawców po to, by utrzymać tempo dostaw i finansowania klientów.

05 ANALIZA NARRACYJNA

Debata przesuwa się z popytu na ryzyko

Analizujemy 30 348 artykułów z nazwą NVIDII w tytule (26 405 unikalnych tytułów) wyselekcjonowanych z 1,38 mln wiadomości z 23.02–03.11.2026. Każdy artykuł przypisujemy do dwunastu tematów deterministycznym słownikiem (jeden artykuł może nieść kilka tematów).

Rysunek 5. W ostatnim tygodniu października tematy ryzyka objęły 27,5% przekazu, wobec 11–15% we wrześniu.



Udział artykułów niosących co najmniej jeden temat ryzyka (Chiny i eksport, geopolityka, wycena, regulacje, finansowanie) lub popytu (capex, laboratoria AI, produkt, wyniki); tygodnie kończące się w piątek. Tygodnie z lukami w korpusie (9–13.04, 22–27.04, 20–27.08) pominięte, nie zastąpione zerami; ostatni punkt obejmuje 2–3.11.

Rysunek 6. Mapa debaty: w sierpniu szczyt tematów capex (19%) i finansowania (15%), w październiku dominuje produkt (14%).

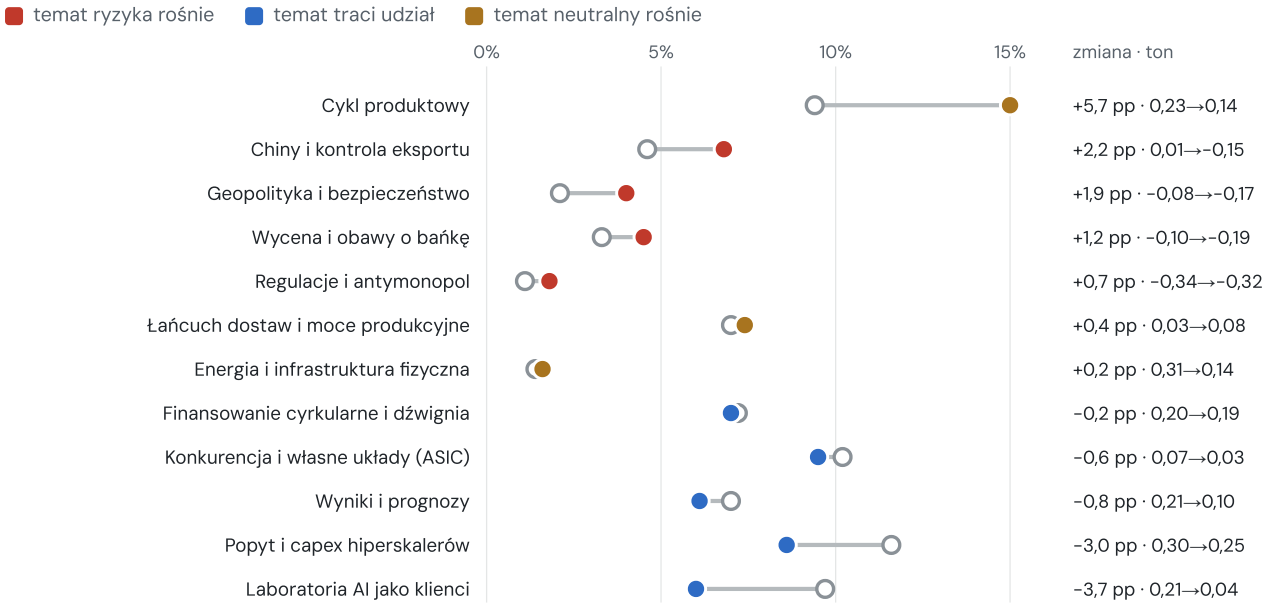
	lut*	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź
Popyt i capex hiperskalerów	4	8	5	8	8	9	19	7	9
Wyniki i prognozy	30+	7	6	30+	4	7	12	5	6
Konkurencja i własne układy (ASIC)	6	7	10	9	10	11	10	10	10
Chiny i kontrola eksportu	5	8	5	12	5	8	4	4	6
Wycena i obawy o bańkę	6	4	5	3	4	5	3	3	4
Cykl produktowy (Blackwell → Rubin)	4	18	13	5	15	12	7	9	14
Laboratoria AI jako klienci	5	7	3	4	3	8	10	9	6
Finansowanie cyrkularne i dźwignia	1	3	2	3	4	6	15	3	7
Łańcuch dostaw i moce produkcyjne	4	7	10	8	12	9	7	6	8
Geopolityka i bezpieczeństwo	3	3	5	7	3	4	2	2	3
Regulacje i antymonopol	0	1	1	1	2	2	0	1	2
Energia i infrastruktura fizyczna	0	3	0	1	1	1	2	1	2

Odsetek artykułów o NVIDII w danym miesiącu niosących temat; skala obcięta na 30% (luty: 51% artykułów o wynikach, oznaczone 30+). *Luty: od 23.02. Kolor rośnie z udziałem; liczby w komórkach są nośnikiem informacji, kolor go tylko wzmacnia.

05 ANALIZA NARRACYJNA (CD.)

Co rośnie, co gaśnie i czego nie należy z tego wnosić

Rysunek 7. Cztery z pięciu tematów ryzyka zyskały udział, a ich ton się pogorszył; tematy popytowe tracą udział i ciepło.



Udział tematu w przekazie: kółko puste = 12 tygodni do 6.10.2026 (n = 10 285), kółko pełne = 4 tygodnie do 3.11.2026 (n = 4 022). Po prawej: zmiana w punktach procentowych i średni sentyment nagłówków tematu (skala −1…+1). Czerwony: temat ryzyka rośnie; niebieski: temat traci udział; brąz: temat neutralny rośnie.

Ton nie jest sygnałem czasowym

Sprawdziliśmy, czy tygodniowy sentyment nagłówków wyprzedza nadwyżkę stopy zwrotu NVIDII nad indeksem półprzewodników. Nie wyprzedza: korelacja wynosi −0,02 w tym samym tygodniu i −0,07 w kolejnym, a dla zmian sentymentu 0,03 (n = 34 tygodni). Wniosek jest użyteczny przez to, czego zabrania: narracji o NVIDII nie należy używać do wyczucia momentu. Należy jej używać do mapowania, o czym rynek się spiera i które ryzyka zaczyna wyceniać.

Przesunięcie jest świeże

Odsetek negatywnych nagłówków wzrósł z 12,6% do 17,0%, a w dniach 2–3.11 sięgnął 25,6%, najwięcej od maja. Wątek chiński urósł dopiero pod koniec października (doniesienia o próbie inwigilacji prezesa, pytania senator Warren, limit 49% dla partnerów chmurowych), więc nie jest jeszcze widoczny w miesięcznych danych korpusu pełnotekstowego.

Kontrola w niezależnych korpusach

W korpusie pełnych tekstów (7 749 artykułów z NVIDIĄ wśród powiązanych spółek) obecność wątku finansowania osiągnęła w październiku 62,0% wobec 37,4–44,5% w kwietniu–lipcu, a wątku wyceny 74,3%, oba najwięcej w obserwowanym okresie. W drugim, niezależnym strumieniu wiadomości z ocenami sentymentu udział ocen pozytywnych spadł z 55,9% (wrzesień) do 49,7% (październik).

Udział strachu w analizie emocji pełnych tekstów był najwyższy w czerwcu (12,1%, wraz z doniesieniami o ograniczeniu produkcji układów Rubin), a w październiku spadł do 5,2%. Treść artykułów pozostaje więc analityczna, nie paniczna; zmienia się agenda, nie temperatura.

> **Co z tego wynika.** Rynek nie boi się już, że AI się skończy. Zaczyna pytać, kto płaci za infrastrukturę i co się stanie z dostawcą, który stał się jej gwarantem.

06 STUDIUM

NVIDIA jako finansista infrastruktury AI

Między czerwcem a listopadem 2026 r. NVIDIA dołożyła do roli dostawcy rolę emitenta długu, inwestora i gwaranta. Rynek kredytowy zareagował szybciej niż akcyjny.

Rysunek 8. Sekwencja zdarzeń finansowych na tle kursu: rola gwaranta rosła, a z nią rekordy CDS.



Zamknięcia dzienne NVDA w $, 26.05–30.10.2026. Numery odpowiadają tabeli 5. Daty z korpusu wiadomości i raportów 8-K.

Tabela 5. Chronologia; zmiana kursu NVDA w dniu zdarzenia (przy wynikach: sesja następna)

	DATA	ZDARZENIE	NVDA
1	15.06	Pierwsza od 2021 r. emisja obligacji: 25 mld $ (powiększona z 20 mld $).	+3,5%
2	27.07	Rozmowy o gwarancji do 250 mld $ dla centrum danych OpenAI w Ohio; pięcioletni CDS NVIDII na rekordzie, w nagłówkach „finansowanie cyrkularne”.	−5,0%
3	10.08	Inicjatywa finansowania infrastruktury AI na 500 mld $ z udziałem dużych zarządzających i banków.	−2,9%
4	17.08	Gwarancja zawężona do ok. 100 mld $; umowa i raport 8-K (pozycje 1.01 i 2.03: nowe zobowiązanie finansowe).	−0,1%
5	26.08	Wyniki FQ2 FY27: przychody 96,2 mld $; zobowiązania zakupowe wg relacji z raportu wzrosły do 279 mld $.	+8,7%
6	03.09	Przejęcie Hugging Face za 12,93 mld $.	+1,8%
7	17.09	Fed podnosi górną granicę stóp z 3,75% do 4,00%.	+4,0%
8	28.09	Zarząd zwiększa program skupu akcji o 150 mld $.	+1,7%
9	06.10	Rekord notowań na zamknięciu: 239,24 $.	+0,1%
10	20.10	„Fala hedgingu”: CDS Oracle, Meta i NVIDII jednocześnie na rekordach.	−0,3%
11	28.10	Departament Sprawiedliwości bada przejęcie Hugging Face.	−1,2%
12	30.10	Rozmowy o gwarancjach kredytowych dla kampusu Nscale (klient: Anthropic); doniesienia o próbie inwigilacji prezesa.	−4,2%

Rysunek 9. Mechanizm korelacji ryzyk: jeden szok, trzy kanały, ten sam kierunek.



Schemat analityczny Hawk Thorne; nie jest modelem ilościowym.

Asymetria stron

Dla OpenAI czy operatora chmury gwarancja NVIDII obniża koszt kapitału i pozwala zamówić więcej układów. Dla NVIDII to zobowiązanie warunkowe, którego wartość rośnie dokładnie wtedy, gdy układy tanieją, a klienci tracą dostęp do finansowania. Klient kupuje ochronę przed spadkiem, gwarant przejmuje ogon rozkładu.

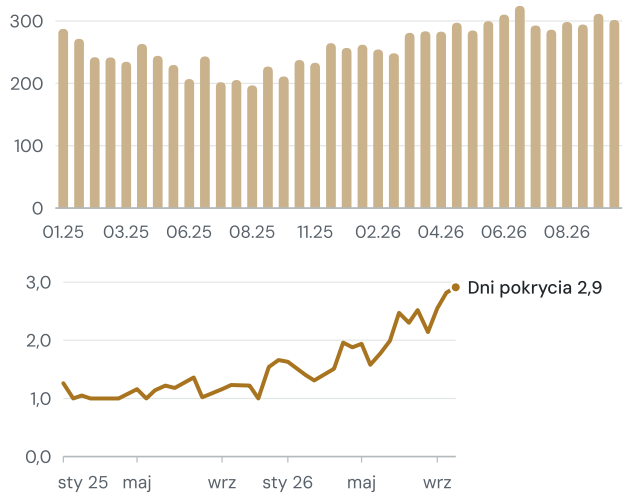
Według analityka cytowanego 3.11 spółka zabezpieczyła klastry o łącznej mocy 6,5 GW; liczba z relacji medialnej, niepotwierdzona w sprawozdaniach.

07 POZYCJONOWANIE I PRZEPŁYWY

Nikt nie gra przeciw, coraz mniej osób gra za

Krótka sprzedaż jest niska, instytucje netto stoją w miejscu, a obrót i uwaga inwestorów detalicznych topnieją. To obraz rynku, który czeka na rozstrzygnięcie, a nie rynku zatłoczonego.

Rysunek 10. Krótka sprzedaż: 301,6 mln akcji (1,24% akcji) przy 2,91 dnia pokrycia.

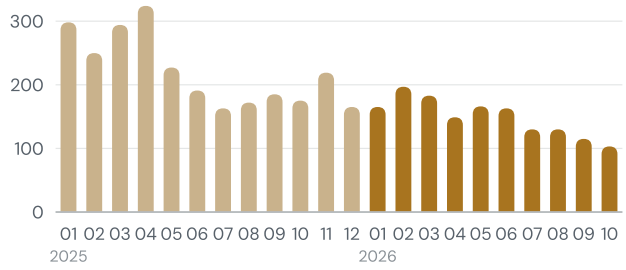


Górny panel: akcje sprzedane krótko, mln, rozliczenia dwutygodniowe od 01.2025 do 15.10.2026. Dolny panel: dni pokrycia (krótka sprzedaż / średni obrót dzienny). Wzrost dni pokrycia z 1,3 do 2,9 w 2026 r. wynika głównie ze spadku obrotu, nie z przyrostu krótkiej sprzedaży.

Tabela 6a. Najwięksi aktywni sprzedający, I→II kw. 2026, mln akcji

ZARZĄDZAJĄCY	I KW.	II KW.	ZMIANA	%
Capital World Investors	130,3	109,1	-21,1	-16%
Wellington Management Group Llp	133,9	122,1	-11,8	-9%
Jennison Associates Llc	74,0	64,3	-9,6	-13%
National Philanthropic Trust	9,7	1,3	-8,5	-87%
H&H International Investment, Llc	13,8	6,3	-7,6	-55%
Point72 Asset Management, L.P.	7,6	0,4	-7,1	-94%

Rysunek 11. Średni obrót dzienny spadł ze 185 do 101 mln akcji (-45%).



Średni dzienny wolumen w miesiącu, mln akcji, skorygowany o splity. Wartość obrotu nadal wynosi ok. 22,3 mld $ dziennie (20 sesji).

Instytucje (13F): netto bez zmian, rotacja wewnątrz

W panelu 5 392 zarządzających obecnych w obu kwartałach udział NVIDII wzrósł o 260 mln akcji, z czego 187 mln to artefakt restrukturyzacji funduszu na Nasdaq-100. Bez niego: +73 mln (aktywni +0,14%, pasywni +0,17%, dealerzy +3,2%). Duzi zarządzający wzrostowi i fundusze wielostrategiczne redukowali; zgłoszenia 13F obejmują łącznie 69,5% akcji.

Tabela 6b. Najwięksi aktywni kupujący, mln akcji

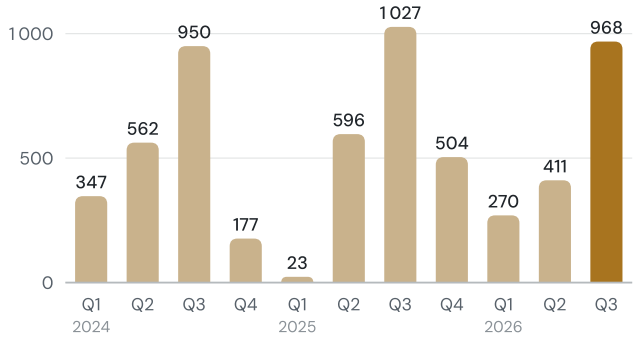
ZARZĄDZAJĄCY	I KW.	II KW.	ZMIANA	%
Fmr Llc	993,9	1 026,1	+32,2	+3%
Sanders Capital, Llc	7,1	22,6	+15,4	+217%
Capital Research Global Investors	193,0	202,7	+9,7	+5%
Ascentis Wealth Management, Llc	0,1	9,1	+9,0	nowa

Zgłoszenia za III kw. złożyło dotąd 2 900 podmiotów (5,6% akcji z II kw.); ta wczesna, mniejsza grupa zwiększyła pozycje o +3,6%. Liczymy w akcjach, nie w wartościach, bo część zgłoszeń podaje wartość w tysiącach $.

07 POZYCJONOWANIE I PRZEPŁYWY (CD.)

Insiderzy sprzedają, detal odchodzi, pasywny kapitał dokupuje sektor

Rysunek 12. III kw. 2026: sprzedaż insiderów za 968 mln $, najwięcej od III kw. 2025; zero zakupów od 2024 r.



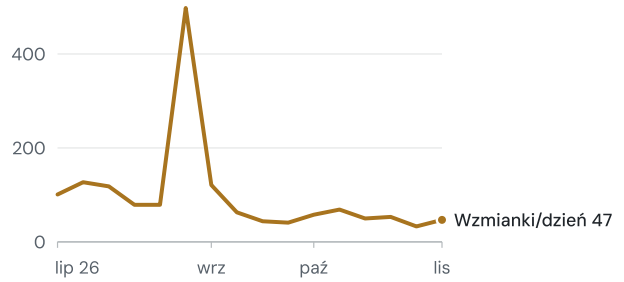
Wartość sprzedaży akcji przez członków zarządu i rady (Form 4), mln $, kwartały kalendarzowe. Dyrektor M. Stevens sprzedał w dniach 31.08–18.09 ok. 4,24 mln akcji za 947 mln $. Zawiadomienia o zamiarze sprzedaży (Form 144) za III kw.: 1108 mln $.

Sprzedaż insiderów NVIDII jest od lat regularna i w dużej części realizowana w planach 10b5-1, więc sama w sobie nie jest sygnałem. Informacją jest brak przeciwwagi: w hurtowni nie ma ani jednej transakcji zakupu na rynku od początku 2024 r., także podczas spadku kursu o 37% między styczniem a kwietniem 2025 r.

Obrót poza giełdą i krótka sprzedaż dzienna

Udział wolumenu z platform ATS (dark pools) wynosi średnio 14,0% obrotu tygodniowego (lipiec–październik). Udział krótkiej sprzedaży w obrocie raportowanym poza giełdą wzrósł z 35,7% w czerwcu do 41,9% w październiku: niewiele, ale w kierunku ostrożności. Nierozliczone transakcje (FTD) w październiku: 30 mln $, bez znaczenia.

Rysunek 13. Uwaga inwestorów detalicznych spadła o 91% od szczytu z tygodnia wyników sierpniowych.



Średnia dzienna liczba wzmianek o NVDA na największym forum inwestorów detalicznych, tygodnie kończące się w piątek, od 21.07.2026.

Tabela 7. Implikowane przepływy do ETF, mld $

FUNDUSZ	LIP	SIE	WRZ	PAŹ
Półprzewodniki (iShares)	-0,42	-3,73	+1,77	+3,40
Technologia (SPDR)	+1,01	-1,33	-0,13	+2,09
Technologia USA (iShares)	-0,35	+0,33	-0,03	-0,61
S&P 500 (iShares)	-11,65	-8,87	+2,97	-3,62
S&P 500 (SPDR)	+6,86	-4,86	+2,51	-5,35

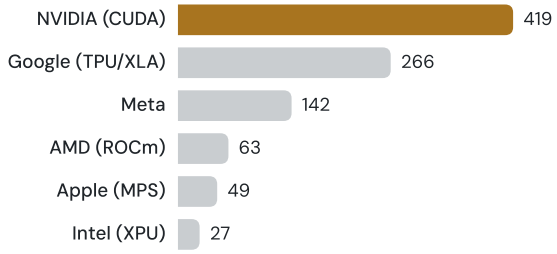
Przepływy z kreacji i umorzeń jednostek. ETF na półprzewodniki przyjął we wrześniu i październiku 5,2 mld $, mimo spadku indeksu w październiku o 14,2%.

08 WARSTWA DANYCH ALTERNATYWNYCH

Fosa programistyczna trzyma, geografia ryzyka gęstnieje

Warstwa alternatywna Hawk Thorne obserwuje rzeczy, których nie widać w notowaniach: kod, który inżynierowie piszą pod konkretne układy, incydenty na szlakach morskich, akty eksportowe i kolejki przyłączeń energetycznych.

Rysunek 14. W październiku NVIDIA odpowiadała za 43,4% publicznych odwołań sprzętowych w commitach kluczowych repozytoriów AI; AMD za 6,5%.



Liczba zweryfikowanych commitów i otwartych zmian w repozytoriach PyTorch i LLVM zawierających odwołania do sprzętu danego producenta, 1–31.10.2026 (n = 966). Odwołanie do sprzętu nie mierzy udziału w rynku; mierzy, pod czyją platformę społeczność optymalizuje kod.

Wskaźnik odpowiada na pytanie, którego nie zadają wyniki kwartalne: czy narracja o „platformach wielu dostawców" (temat konkurencji zajmuje 9,5% przekazu) przenosi się na pracę inżynierów. W październiku nie: na każde odwołanie do platformy AMD przypadało ok. 6,7 odwołania do CUDA. Wśród 59 zmian oznaczonych jako odwołania do niezapowiedzianego krzemu dominują optymalizacje pod architekturę Blackwell i GB200, a jedna zmiana dotyczy klasyfikacji układu Jetson Thor (SM 11.0) jako Blackwell klasy centrów danych.

Ograniczenie: pięć tygodni obserwacji (od 26.09). To sygnał, nie trend; wymaga co najmniej dwóch kwartałów historii.

Geografia ryzyka

OBSERWACJE REJESTRU, 2.10–2.11.2026	LICZBA
Incydenty morskie w strefie Cieśniny Tajwańskiej powiązane z półprzewodnikami	57 (24 unikalnych)
Incydenty w strefie Ormuz	231 (96 unikalnych)
Akty i publikacje eksportowe BIS	16

Rejestr działa od 2.10, więc liczby opisują miesiąc, nie trend. Seria tajwańska obejmuje m.in. skupiska statków kotwiczących u wybrzeży wyspy (25–26.10) oraz zakup przez Tajwan amerykańskich bezzałogowych jednostek nawodnych. Żadne zdarzenie nie dotyczy bezpośrednio produkcji TSMC; ich znaczenie polega na tym, że zagęszczają się w okresie, gdy rośnie udział geopolityki w przekazie o NVIDII (2,1% → 4,0%). 2.10 akt BIS o ograniczeniu gromadzenia polikrzemu został przez system powiązany z NVDA, ASML, AMAT, LRCX i TSM.

Seria z Ormuzu łączy się z kanałem makro: wojna USA–Iran w marcu wypchnęła ropę WTI powyżej 100 $ (102,9 $ na koniec marca, 108,6 $ na koniec kwietnia), a po rozejmie z 8.04 cena nie wróciła do poziomu sprzed konfliktu (103,4 $ na koniec października). To jeden z powodów, dla których Fed podniósł stopy.

Kolejki przyłączeń energetycznych

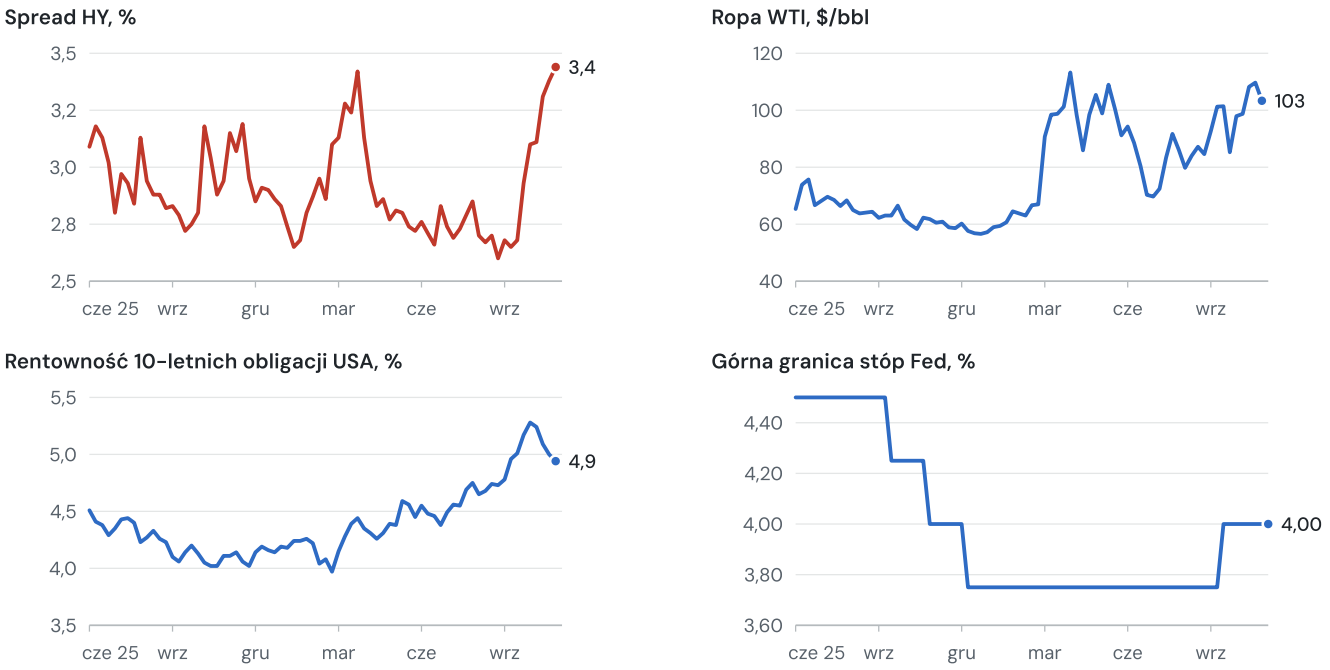
STATUS PROJEKTÓW (PJM, MISO, CAISO, ERCOT)	LICZBA	GW
aktywne w kolejce	1 317	390
budowa/zaawansowane	280	72
w eksploatacji	751	206
wycofane/zawieszone	5 627	1 755

Ostatnia obserwacja każdego wniosku, 2.10–2.11.2026. Słownik statusów różni się między operatorami, a datę uruchomienia podaje ok. 22% wniosków, dlatego nie wyprowadzamy z tych danych harmonogramu mocy. Na każdy gigawat w aktywnej kolejce przypada ok. 4,5 GW wniosków wycofanych lub zawieszonych: kolejki są zatkane spekulacyjnymi zgłoszeniami. To kontekst dla nagłówków o „wąskim gardle mocy" po sezonie wyników: tempo wdrożeń GPU może ograniczać sieć, nie podaż układów.

09 MAKRO I REŻIM RYNKOWY

Stopy, ropa i kredyt działają przeciw długiemu durationowi

Akcje spółki o becie bliskiej 2 i wycenie zależnej od zysków za kilka lat są najbardziej wrażliwe na trzy rzeczy naraz: realne stopy, koszt kredytu i premię za ryzyko. Wszystkie trzy pogorszyły się jesienią.



Rysunek 15. Cztery wskaźniki, ten sam kierunek od września: drożejący pieniądz i kredyt. Dane tygodniowe 06.2025–10.2026, oficjalne serie statystyczne. Osobne wykresy zamiast jednego z dwiema osiami.

Tabela 8. Odczyty na 30.10–02.11.2026

WSKAŹNIK	ODCZYT	KONTEKST
Górna granica stóp Fed	4,00%	podwyżka 17.09.2026 (z 3,75%); pierwsza od 2023 r.
Rentowność 10-letnich obligacji USA	4,94%	szczyt 5,29% na koniec września
Rentowność 2-letnich obligacji USA	4,56%	rynek wycenia dalsze zacieśnienie
Spread HY (OAS)	3,44%	+79 pb od minimum z września (2,65%)
Spread IG (OAS)	0,94%	najwyżej od lata 2025
Inflacja CPI r/r (wrzesień)	4,0%	powrót do 4%, jak w kwietniu
Ropa WTI	103,4 $	57,3 $ w grudniu 2025
VIX / VIX 3M	19,4 / 20,8	contango: rynek opcji bez paniki
Reżim ryzyka (model Hawk Thorne)	DEFENSIVE	od 23.10; ocena 70/100, czynnik: stres kredytowy

Dlaczego to dotyczy NVIDII bardziej niż rynku

Beta NVIDII wobec S&P 500 z ostatniego roku wynosi 1,96, wobec Nasdaq-100 1,32. Spread HY jest dla niej podwójnie istotny: jako miara apetytu na ryzyko i jako koszt kapitału klientów, którzy finansują zakupy GPU długiem (operatorzy chmur obliczeniowych, laboratoria AI). Gdy spread rośnie, część popytu NVIDII drożeje u źródła, a jej gwarancje stają się cenniejsze dla klientów i bardziej kosztowne dla akcjonariuszy.

Model reżimu Hawk Thorne przeszedł w tryb DEFENSIVE 23.10, pierwszy raz od wiosny, z powodu stresu kredytowego w 96.–100. percentylu rocznego okna. Rynek opcji na indeks pozostaje spokojny (VIX w contango), więc stres jest na razie kredytowy, nie akcyjny. Taki rozjazd zwykle rozstrzyga się na korzyść rynku kredytu.

10 PROFIL RYZYKA ILOŚCIOWEGO

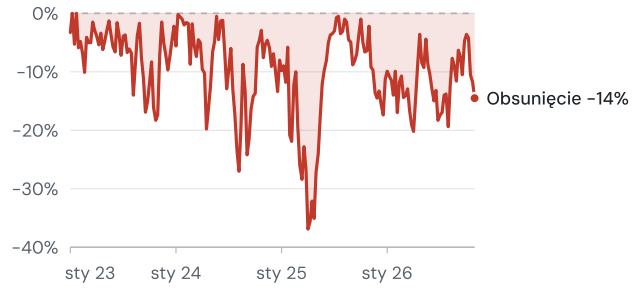
Zmienność jest dziś zaniżoną miarą ryzyka

Bieżąca zmienność 20-sesyjna (32,2%) jest najniższa od roku i o jedną trzecią niższa niż średnia z trzech lat (46,9%). Przy zbliżających się wynikach i zmianie narracji to raczej cisza przed rozstrzygnięciem niż nowy, spokojniejszy reżim.

Tabela 9. Miary ryzyka NVDA, dane do 30.10.2026

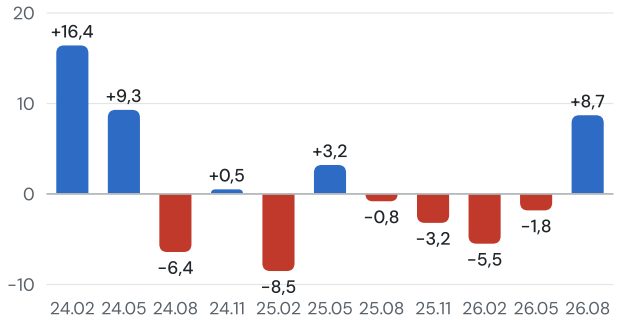
MIARA	WARTOŚĆ	UWAGI
Zmienność roczna: 20 / 60 / 252 sesje	32,2% / 39,1% / 38,0%	3 lata: 46,9%
Beta: S&P 500 / Nasdaq-100 / półprzewodniki	1,96 / 1,32 / 0,65	12 miesięcy, dzienne stopy
Korelacja z indeksem półprzewodników	0,71	z Nasdaq-100: 0,70
VaR 99%, 1 dzień (historyczny)	4,84%	okno 3 lata: 6,97%
ES 97,5%, 1 dzień (historyczny)	4,95%	okno 3 lata: 7,70%
VaR 99%, 10 dni (3 lata, okna nakładające się)	17,8%	ES 97,5%: 17,5%
Maks. obsunięcie: 12 mies. / 3 lata	-20,2% / -36,9%	3 lata: 6.01–4.04.2025
Średni obrót, 20 sesji	22,3 mld $	101 mln akcji
Likwidacja 5 / 10 mld $ przy 10% obrotu	2,0 / 3,9 sesji	na średniej 60 sesji

Rysunek 16. Najgłębsze obsunięcie trzech lat: -36,9% w trzy miesiące 2025 r.; obecne: -14,5%.



Odległość kursu od maksimum z okresu, minimum tygodniowe, 01.2023–10.2026.

Rysunek 17. Reakcje na wyniki: w 6 z 9 ostatnich raportów kurs następnego dnia spadał, choć skorygowany EPS za każdym razem pobijał konsensus.



Zmiana kursu NVDA w sesji po publikacji wyników (publikacje po zamknięciu), 02.2024–08.2026, %. Średnia wartość bezwzględna: 5,8%. Etykieta: rok i miesiąc sesji reakcji.

Jak czytać te liczby przed 17.11

Historyczny VaR liczony na roku (4,84%) jest niższy od średniej reakcji na wyniki (5,8%). Model ryzyka kalibrowany na ostatnich 12 miesiącach nie doszacuje więc straty w dniu publikacji. Okno trzyletnie daje 6,97% na dzień i 17,8% na 10 dni; to bliższy rząd wielkości dla horyzontu obejmującego wyniki.

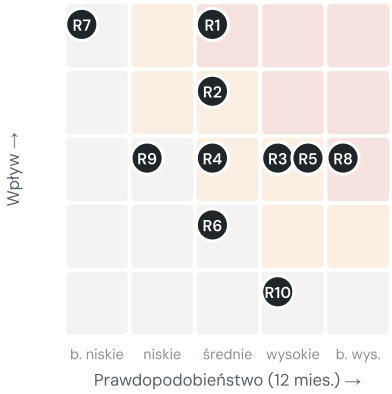
Płynność nie jest ograniczeniem nawet dla dużych funduszy: pozycję 5 mld $ można zamknąć w ok. 2,0 sesji bez przekraczania 10% obrotu. Ryzykiem jest luka cenowa po zdarzeniu, której płynność nie usuwa.

Najgorsze sesje roku pokazują, skąd przychodzą straty: 5.06 (-6,2%, cały sektor -9,2%), 26.02 (po wynikach, -5,5%) i 27.07 (-5,0%, dzień doniesień o gwarancji 250 mld $ i rekordzie CDS). Ten ostatni spadek był specyficzny dla spółki: indeks stracił tylko 2,3%.

11 REJESTR RYZYK

Największe ryzyko nie jest najbardziej prawdopodobne, lecz najbardziej skorelowane

Rejestr porządkuje ryzyka według prawdopodobieństwa w horyzoncie 12 miesięcy i wpływu na wartość akcji (skala 1–5, osąd analityczny). Każde ryzyko ma przypisany wskaźnik wczesnego ostrzegania z hurtowni i próg, po którego przekroczeniu ocena wymaga rewizji.



Rysunek 18. Macierz ryzyk. Tło: strefa niska, podwyższona i wysoka (iloczyn ≥ 8 i ≥ 15). Oceny są osądem, wagi uzasadnia tabela.

Dlaczego R1 ma wpływ 5. Nie dlatego, że gwarancje są duże wobec kapitału, lecz dlatego, że materializują się razem z R2 i R5. Ocena wpływu uwzględnia korelację, nie samą kwotę.

	RYZYKO	P/W	WSKAŹNIK	ODCZYT	PRÓG REWIZJI
R1	**Korelacja ryzyk finansowania** gwarancje, udziały w klientach, dług; jeden szok trzema kanałami	3/5	udział tematu finansowania; spread HY; zysk netto − operacyjny	7,0% przekazu; HY 3,44%	HY > 4,0%; nowa gwarancja > 10% kapitału własnego
R2	**Trawienie capex hiperskalerów** spowolnienie zamówień po latach budowy; presja na ROI	3/4	udział tematów popytu; kursy hiperskalerów	popyt 32,3% przekazu; Alphabet −18,7% w paź.	cięcia prognoz capex; udział popytu < 28%
R3	**Chiny i kontrola eksportu** limit 49%, inwigilacja, presja Kongresu	4/3	udział i ton tematu chińskiego	6,8%, ton −0,15	nowe licencje lub zakazy; ton < −0,3
R4	**Konkurencja i siła cenowa** własne układy klientów, AMD, strategia wielu dostawców	3/3	marża brutto; udział CUDA w kodzie	MB 75,0%; CUDA 43,4%	MB < 73%; udział CUDA < 35%
R5	**Stopy i kredyt** podwyżka Fed, inflacja 4%, ropa > 100 $	4/3	Fed, 10Y, CPI, WTI	Fed 4,00%; 10Y 4,94%	kolejna podwyżka; 10Y > 5,3%
R6	**Regulacje i antymonopol** DOJ i Hugging Face; Chiny	3/2	udział tematu regulacji	1,8%, ton −0,32	formalne postępowanie; warunki transakcji
R7	**Tajwan i łańcuch dostaw** koncentracja produkcji u jednego dostawcy	1/5	incydenty w Cieśninie Tajwańskiej	57 obs. od 2.10	podwojenie tygodniowej liczby incydentów
R8	**Zdarzenie: wyniki 17.11** reakcja na prognozę i jakość zysku	5/3	reakcje historyczne, VaR 3-letni	±5,8% średnio	zdarzenie pewne; skala niepewna
R9	**Wykonanie: Rubin i HBM4** opóźnienia pamięci, rampa produkcji	2/3	udział i ton tematu produktu	15,0%, ton 0,14	doniesienia o przesunięciu rampy
R10	**Podaż akcji insiderów** regularna sprzedaż bez zakupów	4/1	Form 4 i 144	968 mln $ w III kw.	zakupy insiderów (sygnał odwrotny)

12 SCENARIUSZE NA 12 MIESIĘCY

Trzy ścieżki i sygnały, które je rozróżnią

Scenariusze nie zawierają poziomów cenowych. Opisują warunki, wczesne sygnały w danych narracyjnych i rynkowych oraz mechanizm, przez który dana ścieżka zmienia wycenę. Prawdopodobieństwa są osądem analitycznym, nie wynikiem modelu.

A Finansowanie pod kontrolą

prawdopodobieństwo (osąd): 45%

WARUNKI

- capex hiperskalerów rośnie w 2027 r. wolniej, ale rośnie
- rampa Rubin bez istotnych opóźnień
- gwarancje nie rosną szybciej niż przychody; zysk netto ≤ operacyjny
- spread HY wraca poniżej 3,2%

JAK POJAWI SIĘ NAJPIERW W DANYCH

Udział tematów ryzyka spada poniżej 17%; ton tematu laboratoriów AI wraca powyżej 0,15; reakcja na wyniki zgodna z kierunkiem prognozy.

KONSEKWENCJA DLA WYCENY

Dyskusja wraca do pytania o trwałość wzrostu; wymagany wzrost EPS z tabeli 3 jest osiągalny bez ekspansji mnożnika.

B Trawienie inwestycji

prawdopodobieństwo (osąd): 35%

WARUNKI

- co najmniej dwóch hiperskalerów obniża plan capex na 2027 r.
- presja cenowa ze strony własnych układów klientów i AMD
- marża brutto schodzi w kierunku 72–73%
- makro bez zmian: stopy wysokie, kredyt drożeje stopniowo

JAK POJAWI SIĘ NAJPIERW W DANYCH

Udział tematów popytu poniżej 28% przez miesiąc; rosnący temat konkurencji z ujemnym tonem; spadek udziału CUDA w kodzie.

KONSEKWENCJA DLA WYCENY

Rynek zaczyna wyceniać rok spadku zysków; mnożnik zbiega do poziomu dojrzałego producenta sprzętu.

C Zdarzenie kredytowe w łańcuchu AI

prawdopodobieństwo (osąd): 20%

WARUNKI

- duży klient lub operator chmury traci dostęp do finansowania
- materializacja gwarancji i odpisy na udziałach
- zysk netto spada poniżej operacyjnego przez przeszacowania w dół
- spread HY > 4%, CDS NVIDII na nowym rekordzie

JAK POJAWI SIĘ NAJPIERW W DANYCH

Temat finansowania powyżej 15% przekazu z ujemnym tonem; nagłówki o CDS, restrukturyzacjach i „finansowaniu cyrkularnym"; rozjazd kursu NVDA z indeksem w dół w dni bez wiadomości sektorowych.

KONSEKWENCJA DLA WYCENY

Trzy kanały z rysunku 9 działają naraz; historyczny VaR przestaje być właściwą miarą, bo korelacje rosną skokowo.

Uzasadnienie wag

Scenariusz A dostaje najwyższą wagę, bo fundamenty operacyjne (przychody +106% r/r, marża 75%) i lekkie pozycjonowanie nie wskazują na wymuszony spadek popytu w najbliższych kwartałach. Waga 20% dla scenariusza C jest wysoka jak na zdarzenie kredytowe; wynika z tego, że trzy z jego czterech warunków już częściowo występują (rekordy CDS, rosnący spread HY, rola gwaranta), a CoreWeave stracił w rok 58%.

Przejście między scenariuszami

Najbardziej prawdopodobna ścieżka przejścia nie prowadzi z A do C bezpośrednio, lecz przez B: trawienie inwestycji obniża przepływy klientów, co zwiększa ich zależność od finansowania gwarantowanego przez NVIDIĘ. Dlatego wskaźniki scenariusza B (udział popytu, marża brutto) są jednocześnie wczesnym ostrzeżeniem przed C.

13 IMPLIKACJE DLA PROCESU ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Jak włączyć te ustalenia do procesu inwestycyjnego

Poniższe wnioski dotyczą pomiaru i kontroli ryzyka ekspozycji na NVIDIĘ. Nie są zaleceniem zajęcia, zwiększenia ani zmniejszenia pozycji; tę decyzję podejmuje fundusz w ramach własnego mandatu i budżetu ryzyka.

1 Ekspozycja akcyjna z komponentem kredytowym

Problem. Model ryzyka traktujący NVIDIĘ wyłącznie jako akcję wzrostową (beta, zmienność) pomija kanał gwarancji i przeszacowań, który zadziała jednocześnie z kanałem przychodowym.

Plan. Włączyć do monitoringu pozycji wskaźniki kredytowe: spread HY, udział tematu finansowania w przekazie, różnicę zysk netto − operacyjny. Stres-testować NVIDIĘ łącznie z Oracle, CoreWeave i hiperskalerami jako jeden czynnik „finansowanie AI".

Efekt. Wcześniejsze wykrycie sytuacji, w której korelacje skaczą w górę, zanim pokaże to zmienność historyczna (dziś najniższa od roku).

2 Ryzyko zdarzenia 17 listopada

Problem. Średnia reakcja na wyniki ±5,8%, przy rocznym VaR 99% równym 4,84%; 6 z 9 ostatnich reakcji ujemnych.

Plan. Kalibrować wielkość ekspozycji na horyzoncie obejmującym wyniki do miar z okna trzyletniego (ES 97,5% 10-dniowy: 17,5%), nie do zmienności 20-sesyjnej.

Efekt. Strata w scenariuszu ogonowym mieści się w budżecie ryzyka bez wymuszonej redukcji po fakcie.

3 Koncentracja czynnikowa zamiast koncentracji nazw

Problem. Korelacja NVIDII z indeksem półprzewodników wynosi 0,71, z Nasdaq-100 0,70. Ekspozycja na cykl AI rozkłada się na wiele pozycji, których łączne ryzyko nie jest widoczne w limitach na emitenta.

Plan. Mierzyć łączną ekspozycję portfela na czynnik AI (regresja stóp zwrotu pozycji na koszyk NVDA, półprzewodniki, hiperskalerzy) i ustawić limit na czynnik, nie tylko na spółkę.

Efekt. Limit ryzyka odpowiada temu, jak pozycje faktycznie poruszają się w stresie.

4 Narracja jako system wczesnego ostrzegania

Problem. Ton nagłówków nie prowadzi ceny (korelacja ≈ 0), ale struktura tematów zmienia się przed zmianą fundamentów: finansowanie trafiło na czołówki w lipcu, zanim pojawiło się w sprawozdaniu.

Plan. Śledzić tygodniowo udział tematów ryzyka i finansowania oraz progi z tabeli 10; nie używać sentymentu do wyczucia momentu.

Efekt. Rewizja oceny następuje na podstawie zdefiniowanych z góry progów, a nie pod wpływem pojedynczego nagłówka.

Tabela 10. Panel wskaźników wczesnego ostrzegania (stan na 03.11.2026)

WSKAŹNIK	ODCZYT	PRÓG ESKALACJI	PRÓG NORMALIZACJI
Spread HY (OAS)	3,44%	> 4,0%	< 2,8%
Udział tematów ryzyka (4 tyg.)	20,5%	> 25% przez 2 tyg.	< 17% przez 4 tyg.
Negatywne nagłówki (4 tyg.)	17,0%	> 20%	< 13%
Zysk netto − operacyjny (kwartał)	−4,0 mld $	> 0 (powrót przeszacowań)	trwale < 0
Dług długoterminowy	32,4 mld $	nowa emisja lub gwarancja > 23 mld $	spłata bez nowej emisji
Marża brutto	75,0%	< 73%	≥ 75%
Udział CUDA w odwołaniach sprzętowych	43,4%	< 35%	> 45%
Krótka sprzedaż (% akcji)	1,24%	> 2,0%	< 1,0%
Górna granica stóp Fed	4,00%	kolejna podwyżka	obniżka

14 WERDYKT KOŃCOWY I OGRANICZENIA

Wysoka jakość biznesu, malejąca jakość ekspozycji

Oceniamy NVIDIĘ dwuwarstwowo, bo zlanie obu warstw w jedną ocenę byłoby błędem analitycznym. **Jakość biznesu jest wysoka i rośnie**: przychody podwoiły się w rok, marża brutto trzyma 75%, a kod społeczności AI wciąż powstaje w ponad 40% pod jej platformę. **Jakość ekspozycji maleje**: wynik zależy częściowo od wycen klientów, bilans przyjmuje dług i gwarancje, narracja przesuwa się ku ryzyku, a makro podnosi koszt kapitału całego łańcucha.

Kurs od roku stoi w miejscu właśnie dlatego, że obie warstwy się znoszą. Rozstrzygnięcie przyniesie nie kolejne pobicie konsensusu, lecz odpowiedź na pytanie, czy wzrost przychodów w 2027 r. będzie wymagał coraz większego udziału finansowania od samej NVIDII.

Gdy dostawca zaczyna gwarantować długi swoich klientów, jego ryzyko przestaje być ryzykiem sprzedawcy, a staje się ryzykiem wierzyciela.

Ograniczenia analizy

- **Gwarancje i CDS z relacji medialnych.** Kwoty (100 mld $, 6,5 GW, 279 mld $ zobowiązań zakupowych) i rekordy CDS pochodzą z korpusu wiadomości, nie z bezpośredniego pomiaru ani pełnych sprawozdań.
- **Brak danych opcyjnych.** Bez zmienności implikowanej i skośności nie oceniamy, jak rynek wycenia ogon przed 17.11.
- **Luki w korpusie.** 20 dni roboczych z niepełnym pokryciem (9–13.04, 22–27.04, 1–10.05, 20–27.08) wyłączamy z porównań; tydzień wyników sierpniowych uzupełnia niezależny strumień wiadomości.
- **Słownik tematów.** Klasyfikacja jest deterministyczna i audytowalna, ale opiera się na tytułach i leadach; precyzję sprawdzono ręcznie na próbach, nie na oznaczonym zbiorze testowym.
- **Krótkie serie alternatywne.** Telemetria repozytoriów ma pięć tygodni historii, kolejki energetyczne miesiąc, a forum detaliczne od lipca. To sygnały, nie trendy.
- **Brak kwartału FQ4 FY26** w zbiorze sprawozdawczym; nie zastępujemy go szacunkiem.

Metodologia

Ceny i ryzyko. Dzienne zamknięcia skorygowane o splity, 3.01.2023–30.10.2026. VaR i ES historyczne, bez założeń o rozkładzie; beta z kowariancji dziennych stóp zwrotu (252 sesje).

Narracja. Artykuły z nazwą NVIDII w tytule (deduplikacja automatycznych notek o zmianach pozycji), sentyment nagłówków w skali −1…+1, 12 tematów przypisanych słownikiem wyrażeń regularnych. Udział w przekazie liczony jako odsetek artykułów; wolumen normalizowany do całego korpusu dnia. Kontrola w dwóch niezależnych korpusach (pełne teksty z analizą emocji oraz strumień z ocenami sentymentu).

Pozycjonowanie. Krótka sprzedaż i obrót poza giełdą z raportowania regulacyjnego; 13F w panelu tych samych zarządzających, w akcjach; transakcje insiderów z Form 4 i 144; przepływy ETF z kreacji i umorzeń.

Warstwa alternatywna. Zweryfikowane commity publicznych repozytoriów AI, kolejki przyłączeń czterech operatorów sieci, rejestry eksportowe i sankcyjne, incydenty morskie. Pochodzenie i sposób pozyskania danych pozostają udokumentowane wewnętrznie.

Wycena. Model odwrotny z tabeli 3 jest ilustracją wymaganych założeń, nie prognozą ani wyceną docelową.

Ważne informacje. Niniejszy materiał został przygotowany przez Hawk Thorne wyłącznie w celach informacyjnych i badawczych. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 35 rozporządzenia MAR, porady inwestycyjnej, oferty ani zaproszenia do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych i nie uwzględnia celów, sytuacji finansowej ani potrzeb żadnego inwestora. Hawk Thorne prowadzi badania i rozwija technologie analityczne; nie świadczy usług doradztwa inwestycyjnego ani zarządzania portfelem na rzecz klientów. Dane pochodzą z hurtowni Hawk Thorne i źródeł uznanych za wiarygodne, lecz ich kompletność i dokładność nie są gwarantowane. Wyniki historyczne i scenariusze nie są gwarancją przyszłych wyników. Inwestowanie w akcje wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości kapitału. Stan danych: ceny do 30.10.2026, wiadomości do 03.11.2026, godz. 10:17 UTC.