

MEGATREND MONITOR

A jövő nem vár, mi pedig segítünk értelmezni azt.

2026. június



Üdvözöljük a Megatrend Monitor világában!

Újronnan megjelenő havi hírlevelünk a VIG Megatrend Alapcsalád portfóliómenedzsereinek és elemzőinek exkluzív iránytűje a folyamatosan változó globális piacon. Célunk, hogy a zajt kiszűrve elemezzük az elmúlt hónap meghatározó innovációit, vállalati áttöréseit és piaci mozgásait a megatrend-univerzumon belül. Szakértőink minden hónapban górcső alá veszik az

innovációs ökoszisztéma legfontosabb eseményeit, a vállalati fundamentumoktól a globális trendfordulókig. Befektetőink – különös tekintettel a VIG Megatrend és InnovationTrend alapok partnereire – ezzel a kiadvánnyal közvetlen betekintést nyernek a befektetési döntéseink mögötti logikába, feltárva a jövő nyerteseit hajtó technológiai és társadalmi motorokat.



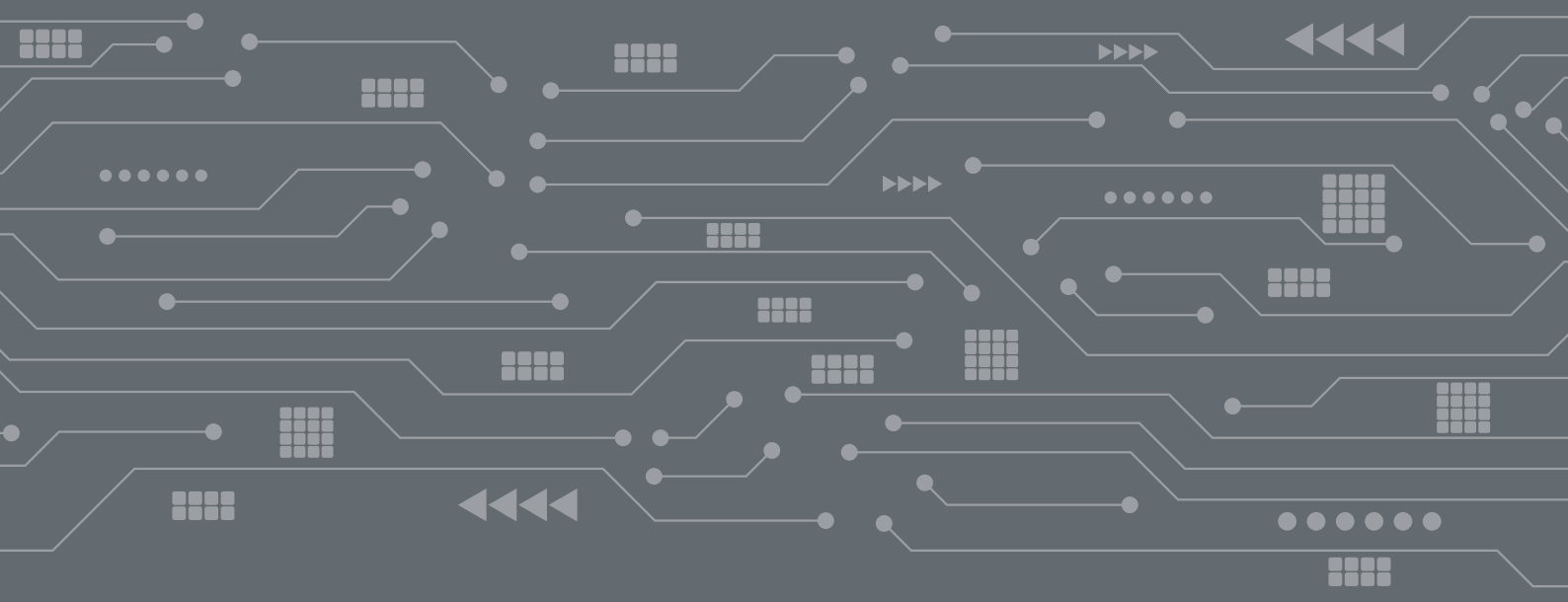
Richter Péter
szenior portfóliómenedzser



Csúr Balázs
junior elemző

Tartalom

- 4** Megatrendek teljesítménye
- 6** Százmilliárdok érkeznek idén a piacra, a SpaceX az első
- 9** Az űr-adatközpontok realitása
- 11** Az első fecske vagy magányos harcos?
Miért lőttek ki a kiberbiztonsági részvények április végével?
- 13** Az AI-trend leginstabilabb dominói: az Újfelhők
- 14** Az AI pénzügyi pókhálója
- 17** Nvidia negyedéves jelentés
- 18** Májusi MegaTrend hírlevél

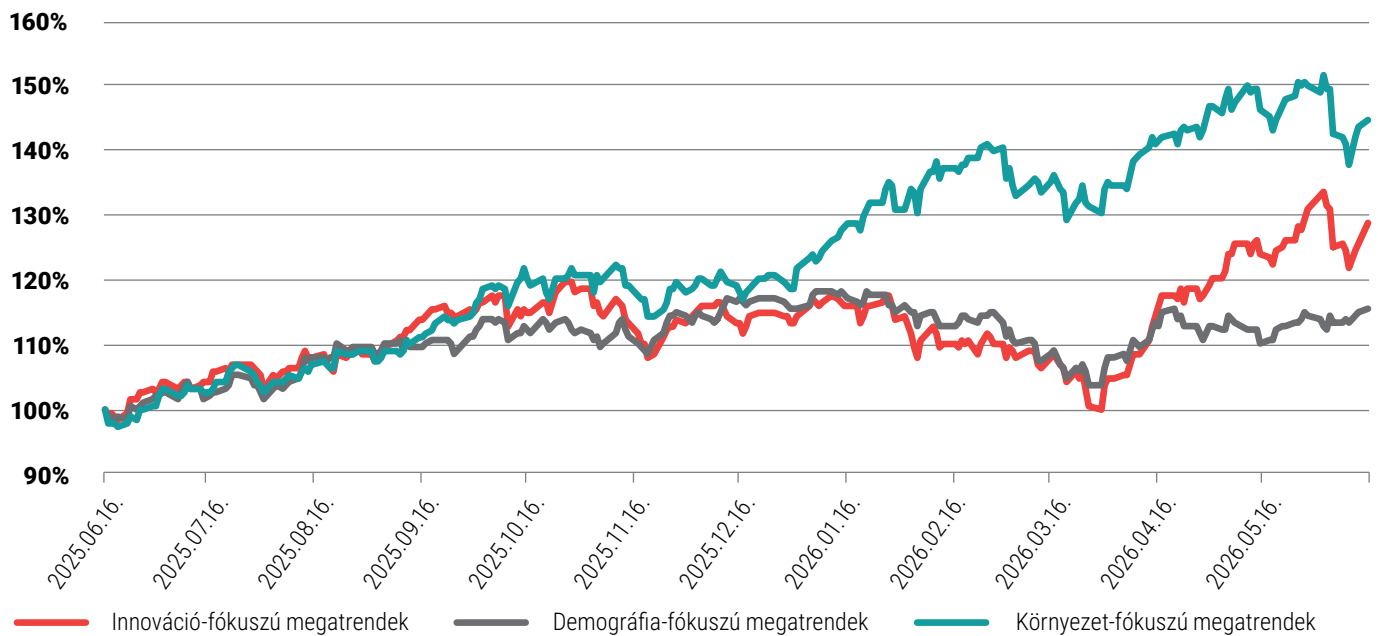


Megatrendek teljesítménye

A megatrend-univerzumon belül a három fő stratégia (innováció-, demográfia- és környezet-fókuszú megatrendek) teljesítményét vizsgálva az elmúlt időszakban rendkívül izgalmas és dinamikus átrendeződésnek lehettünk tanúi. Bár a hosszabb, egyéves időtávot tekintve még mindig a környezet-fókuszú megatrendek vezetnek magabiztosan a mezőnyt a maguk megközelítőleg +45%-os éves hozamával – megelőzve a +29%-on álló innovációs és a +16%-os eredményt elérő demográfiai stratégiákat –, az elmúlt egy hónapban gyökeres fordulat következett be a piaci narratívában és a tőkeáramlásokban.

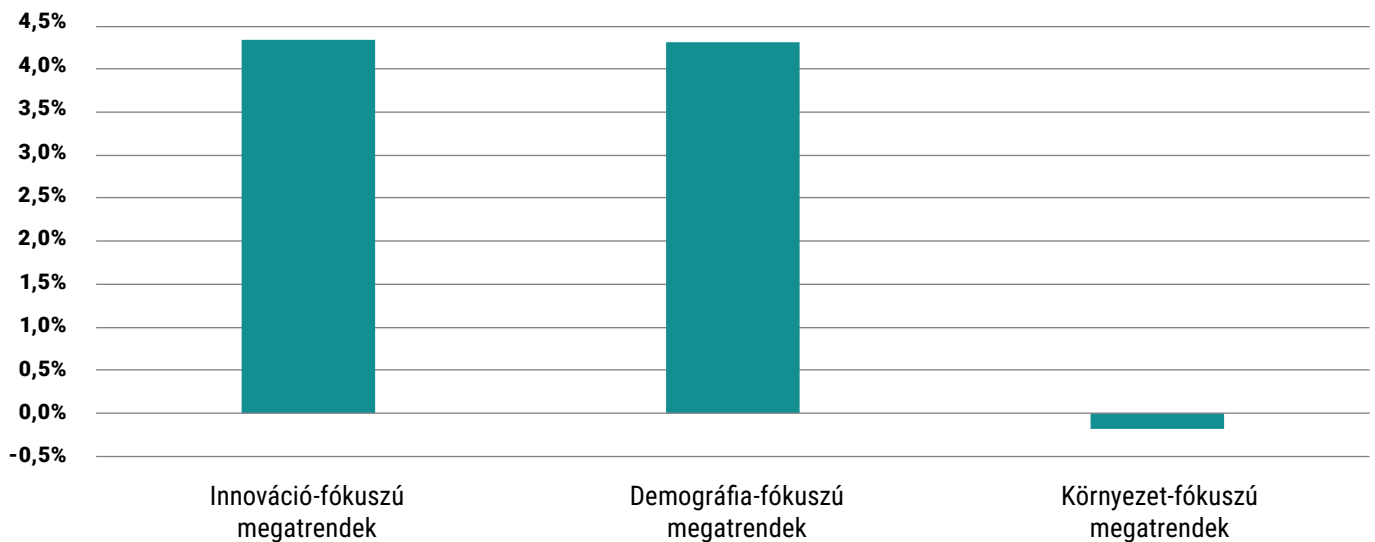
Míg a tavasz folyamán arról beszélhettünk, hogy az iráni konfliktus okozta geopolitikai bizonytalanság

és a mesterséges intelligencia soha nem látott energiaéhsége a környezeti megatrendeket és a fenntartható infrastruktúrát emelte az innovációs boom valódi, fundamentális motorjává, az elmúlt harminc napban a zöld szektorokban erőteljes profitrealizálás indult meg. Ez a megtorpanás a környezet-fókuszú kategóriát enyhe, -0,2%-os mínuszba nyomta az elmúlt hónapban. Ezzel párhuzamosan a növekedési és technológiai sztorik újult erőre kaptak: mind az innováció-fókuszú, mind a demográfia-fókuszú megatrendek látványos, 4,3%-os emelkedést produkáltak mindössze egyetlen hónap leforgása alatt.



Forrás: Bloomberg terminal adatai alapján





Forrás: Bloomberg

Ha a felszín mögé nézünk, az almetatrendek havi szintű teljesítménye tökéletesen kirajzolja ezt a rotációt. Az elmúlt hónap abszolút nyertesek a technológiai és egészségügyi áttörések lettek. A genomikai forradalom (Genomic Revolution) 13,0%-kal, a félvezetők (Semiconductors) 12,9%-kal, míg a kiberbiztonság (Cybersecurity) 12,5%-kal száguldott, miközben a kvantumzámítástechnika (Quantum Computing) és a sportfogadás (Sport betting) is megközelítette a 10%-os havi hozamot. Ezzel éles ellentétben a korábbi időszak kedvencei, a tiszta energiához kapcsolódó témák jelentős korrekción mentek keresztül: a hidrogén (Clean Energy / Hydrogen) 18,5%-ot, az urán (Clean Energy / Uranium) 14,6%-ot, a tágabb értelemben vett tiszta technológiák (CleanTech) pedig 8,5%-ot veszítettek értékükből harminc nap alatt.

Az év eleje óta elért (YTD) teljesítményt vizsgálva azonban egyértelművé válik, hogy ez a havi szintű megingás a zöld szektorokban egyelőre csupán egy egészséges korrekció a hosszú távú emelkedő trendben. A tiszta energia és hidrogén szektor ugyanis a havi pofon ellenére is elképesztő, 72,4%-os pluszban tartózkodik az év eleje óta. Ebben a hosszabb távú versenyben az abszolút éllóvasnak a félvezetők számítanak a maguk 98,0%-os YTD száguldásával, de az elektromos járművek (Electric Vehicles, +51,8%) és a digitális infrastruktúra (+48,1%) is masszív pillérei az ideai növekedésnek. A skála másik végén a strukturális problémákkal küzdő kínai internetes cégek (China Internet) állnak, amelyek a havi 13,4%-os esésükkel immár 22,2%-os mínuszban vannak az év eleje óta, de a feltörekvő piaci internetes cégek (-21,5%) és a Fintech szektor (-17,7%) is tartós alulteljesítést mutatnak.

Legjobban és legrosszabban teljesítő altrendek:

		1 havi		YTD
Top 1	Genomic Revolution	13,0%	Semiconductors	98,0%
Top 2	Semiconductors	12,9%	Clean Energy/ Hydrogen	72,4%
Top 3	Cybersecurity	12,5%	Electric Vehicles	51,8%
Top 4	Quantum Computing	9,9%	Digital Infrastructure	48,1%
Top 5	Sport betting	9,8%	Quantum Computing	47,1%
Bottom 5	CleanTech	-8,5%	Social Media	-16,9%
Bottom 4	Resource Scarcity/ Rare Earth	-10,1%	FinTech	-17,7%
Bottom 3	China Internet	-13,4%	Medical Devices	-20,1%
Bottom 2	Clean Energy/ Uranium	-14,6%	EM Internet	-21,5%
Bottom 1	Clean Energy/ Hydrogen	-18,5%	China Internet	-22,2%

Forrás: VIG Alapkezelő

Összességében a megatrendek piaca egy érett fázisba lépett, ahol a környezet-fókuszú stratégiák átmeneti megnyugvása lehetőséget adott a lemaradó vagy épp újabb katalizátort kapó innovációs és demográfiai témáknak

a felzárkózásra. A globális strukturális trendek azonban változatlanok: a mesterséges intelligencia hardverigénye (félvezetők) és a fenntartható energetikai átállás egymást erősítve, kéz a kézben határozzák meg a piacok irányát.

Százmilliárdok érkeznek idén a piacra, a SpaceX az első

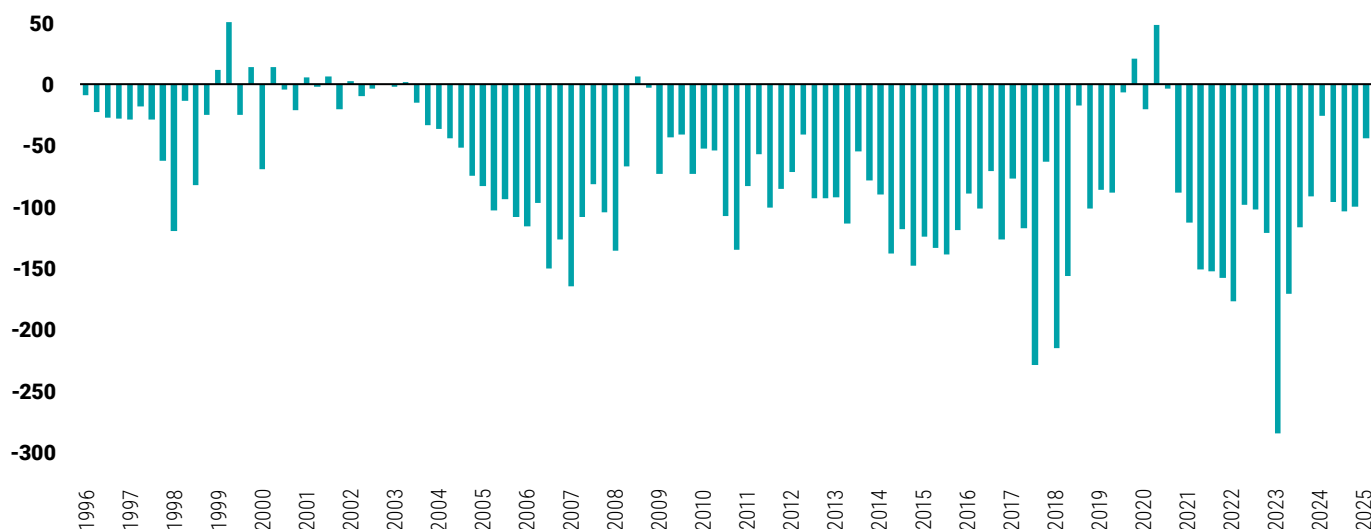
Előrejelzések szerint 2026-ban rekordnagyságú, mintegy 225 milliárd dolláros IPO-volumennek lehetünk szemtanúi. A már tőzsdén lévő techóriások tőkebevonásaival együtt ez a szám akár a 675 milliárd dollárt is elérheti.

A SpaceX piacra lépésével megtört egy nagyjából 2003 óta tartó tőzsdei részvénykínálási szűkülés. Az elmúlt két évtizedben a magántőkepiacok fejlődése lehetővé tette, hogy a fiatal vállalatok tovább maradjanak tőzsdén kívül, így az IPO-zó cégek száma lecsökkent. Másrészt a tőzsdén kereskedő vállalatok nettó részvénykibocsátása több mint húsz éven át negatív volt, vagyis a cégek a visszavásárlási (buyback) programok keretében több részvényt

vontak ki a forgalomból, mint amennyit kibocsátottak. Végül a magántőkealapok is hozzájárultak a trendhez azzal, hogy tőzsdei vállalatokat vásároltak fel és vittek vissza a privát piacra.

Most azonban jelentős fordulat látszik. A világ legnagyobb technológiai vállalatai részvény visszavásárlás helyett AI-infrastruktúrába fektetik a pénzüket, sőt soha nem látott méretű tőkebevonásokra készülnek ennek finanszírozására. Eközben a privát piacon trillió dolláros értékeltégű AI-cégek, köztük az Anthropic és az OpenAI, sorakoznak a tőzsdére lépésre.

Nettó részvénykibocsátás értéke (milliárd USD)



Forrás: <https://www.federalreserve.gov/releases/efa/efa-project-equity-issuance-retirement.htm>




















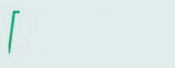










A sora a SpaceX nyitotta meg

Elsőként Elon Musk űr- és AI-vállalata, a SpaceX lépett piacra. Első lépésként Musk konszolidálta az X, az xAI, a Starlink és a SpaceX cégeket, amelyek mind az ő nevéhez köthető privát vállalatok voltak. Az így létrejött, a SpaceX nevet megtartó óriáscég június 12-én, 1,75 trillió dolláros értékkel debütált a Nasdaqon SPCX ticker alatt.

A bevont 75 milliárd dolláros rekordösszeg, mindössze körülbelül 5%-os részesedést reprezentál a vállalatban. Az IPO-árat a megszokottól eltérően nem a kibocsátást lebonyolító befektetési bankok alakították ki ajánlati-könyv-építéssel, hanem Musk diszkréciója szerint rögzítették 135 dolláron. Szokatlanul nagy, 30%-os allokációt különítettek el a kisbefektetőknek, akik sok esetben Musk leglelkesebb támogatói. A kisbefektetők érdeklődés hétszeres túljegyzést mutatott a számukra elérhető, nagyjából 25 milliárd dollárnyi részvény iránt.

A kibocsátást vezető bankok a Goldman Sachs és a Morgan Stanley voltak és a vezető pozícióért éles verseny folyt. A Morgan Stanley állítólag zokon vette, hogy az S-1-es dokumentum bal felső, „lead-left” pozíciójában az alfabetikus sorrend miatt csak a második helyre került a Goldman Sachs mögött.

Az első kereskedési nap sikeresnek bizonyult. A másodpiaci kereskedés a nyitás után 150 dolláron indult, majd a nap folyamán elérte a 176 dolláros szintet is, ami a SpaceX értékeltségét nagyjából 2,2 trillió dollárra emelte. Ez a piaci kapitalizáció a 7. helyre elég a világ legnagyobb vállalatának listáján.

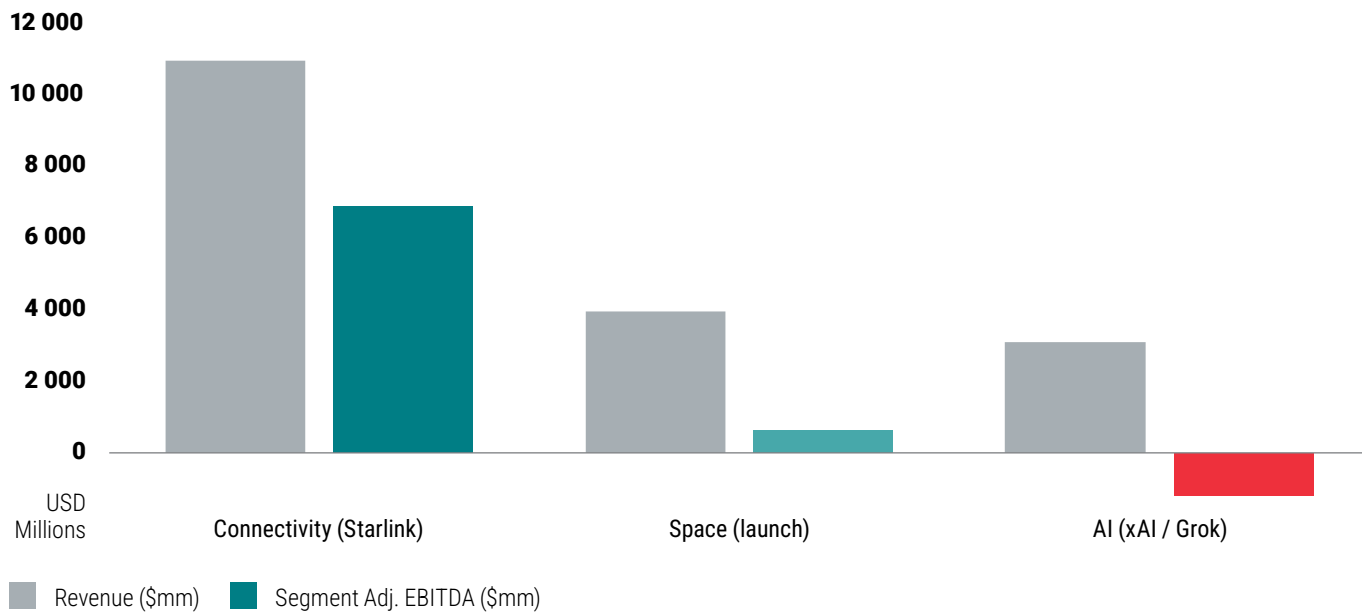
1	 NVIDIA NVDA	\$4.969 T	\$205.19	▲ 0.16%		 USA
2	 Alphabet (Google) GOOG	\$4.367 T	\$358.16	▲ 0.45%		 USA
3	 Apple AAPL	\$4.275 T	\$291.13	▼ 1.52%		 USA
4	 Microsoft MSFT	\$2.902 T	\$390.74	▲ 0.10%		 USA
5	 Amazon AMZN	\$2.566 T	\$238.55	▼ 1.23%		 USA
6	 TSMC TSM	\$2.198 T	\$423.93	▲ 0.68%		 Taiwan
7	 SpaceX SPCX	\$2.106 T	\$160.95	▲ 19.22%		 USA
8	 Broadcom AVGO	\$1.817 T	\$382.07	▼ 0.91%		 USA
9	 Saudi Aramco 2222.SR	\$1.712 T	\$7.08	▼ 1.19%		 S. Arabia
10	 Tesla TSLA	\$1.526 T	\$406.43	▲ 1.82%		 USA

Forrás: CompaniesMarketcap.com

A legnagyobb vállalatok listáján elfoglalt helyét azonban kérdéses, hogy alátámasztják-e a fundamentumok. Az eget rengető 1,75 billió dolláros értékeltség mellé a vállalat 2025-ös árbevétele mindössze 18,7 milliárd dollár. Ezzel a részvények 94-szeres árbevétel szorzón

kerültek a piacra, ami hagyományos esetben eredmény-szorozónak is irreálisan magas szám. A vállalat 2026-ban is veszteséges marad, és a legoptimistább becslések is több év távlatba helyezik a profitabilitás elérését.

Szegmensenkénti árbevétel és korrigált EBITDA (2025. üzleti év)



Forrás: SpaceX Form S-1 (filed 20 May 2026), FY2025 segment results. AI segment figures are full-year pro-forma despite the Feb-2026 xAI merger. Consolidated FY2025 revenue \$18,674mm; Adj. EBITDA \$6,584mm.



Az űr-adatközpontok realitása

Elon Musk immár tőzsdén is kereskedhető SpaceX vállalatának végső ígérete a következő: kivisszük az AI-t az űrbe. A SpaceX az egyetlen vállalat, amelynek ehhez minden adottsága megvan. A közelmúltban a céggel összeolvadó xAI üzletág szállítja az AI-komponenst, a korábban felépített Starlink üzletág gondoskodik a műholdakról, az eredetileg is SpaceX néven futó ágazat pedig vezető szereplő az űrrakéták és űrhajók terén.

Érdekes azonban megvizsgálni: amellett, hogy az orbitális adatközpontok kiépítése lehetséges, vajon racionális döntés-e. Az alábbiakban összegyűjtöttünk néhány tévhitet, amelyek gyakran érvként hangzanak el az orbitális adatközpontok mellett, a valóságban azonban nem állják meg a helyüket. Ezzel igyekszünk rávilágítani a chipek űrbe telepítésének nehézségeire.

1. „Napi 24 óra napenergia”

Egy alacsony Föld körüli pályán keringő műhold az idő mindössze nagyjából 60%-ában kap napfényt, így a fennmaradó időszakra drága, akkumulátoros energiátárolásra lenne szükség. Az úgynevezett napszinkron pálya, amely szinte folyamatosan napfényben marad, valóban használható, ám az adatközpontok nagy volumenű űrbeli telepítéséhez túlságosan szűk kapacitást kínál.

2. „A hűtés ingyen van, hiszen az űr hideg”

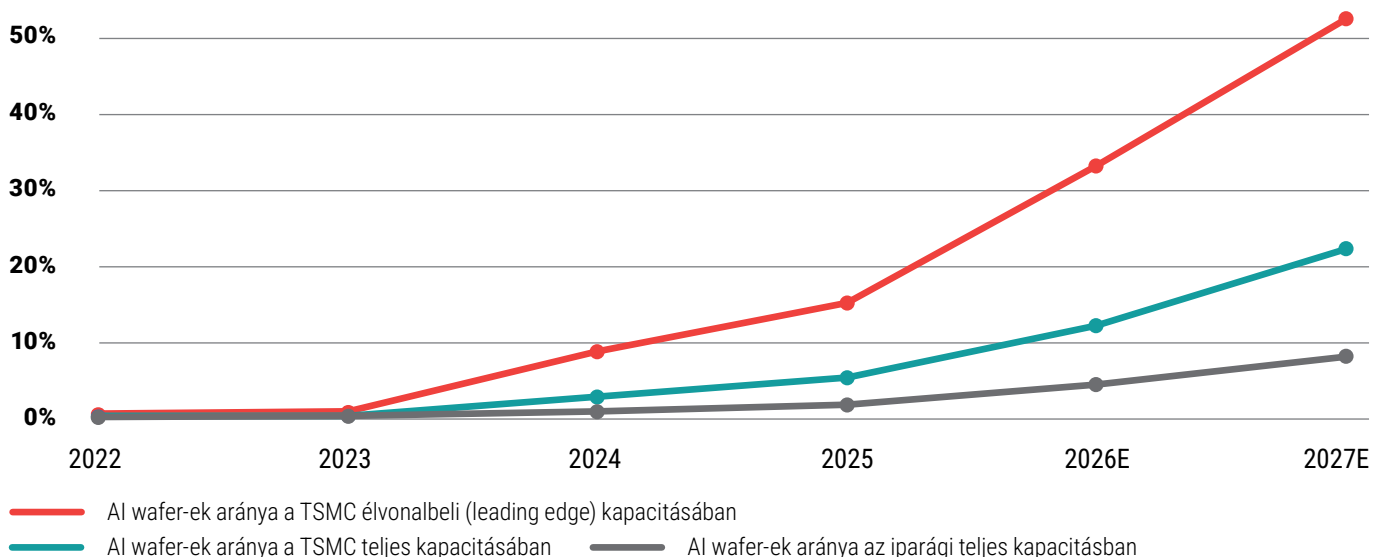
A földi adatközpontok egyik legjelentősebb korlátozó

tényezője a hűtés. Az AI-chipek rengeteg hőt termelnek, amelynek elvezetése rendkívül nehéz és erőforrás-igényes. A jelenlegi adatközpontok méretét korlátozó tényezők közül talán ez a legsúlyosabb. Az űrbeli hűtés megoldása azonban még ennél is nagyobb kihívás: a vákuumban nincs konvekció, csak sugárzásos hőleadás. A Nemzetközi Űrállomás az emberiség által valaha épített legdrágább objektum, és radiátorai mindössze 70 kW hőt adnak le 325 m²-en, 340–500 milliárd dolláros költség mellett. Ez töredéke annak a hűtési kapacitásnak, amelyre már egyetlen kisebb adatközpontnak is szüksége lenne.

3. „A földi számítási kapacitás korlátozza az adatközpontok, ezért van szükség orbitális kapacitásra”

Iparági szakértők szerint az elkövetkező évek szűk keresztmetszete nem a földi adatközpont-kapacitás, hanem a központok feltöltéséhez elegendő **chipek előállítása**. Az AI-chipek és a fejlettebb memóriachipek gyártása egyaránt litográfia-intenzívebb az előző generációknál. Ez azt jelenti, hogy a nagy chipgyárak (TSMC, Intel, a jövőben Terafab) kapacitásáért éles verseny alakul ki. Jelentős kapacitásbővítések hiányában az AI-chipek gyártása kiszoríthatja az olyan keresletet, mint a telefonok, személyi számítógépek és egyéb fogyasztói elektronikai eszközök előállítása. Ezt a jelenséget már ma is megfigyelhetjük a személyi számítógépekbe való RAM piacon, ahol az árak széles körben több mint duplázódtak az elmúlt hónapokban.

AI wafer-ek a gyártókapacitás százalékában



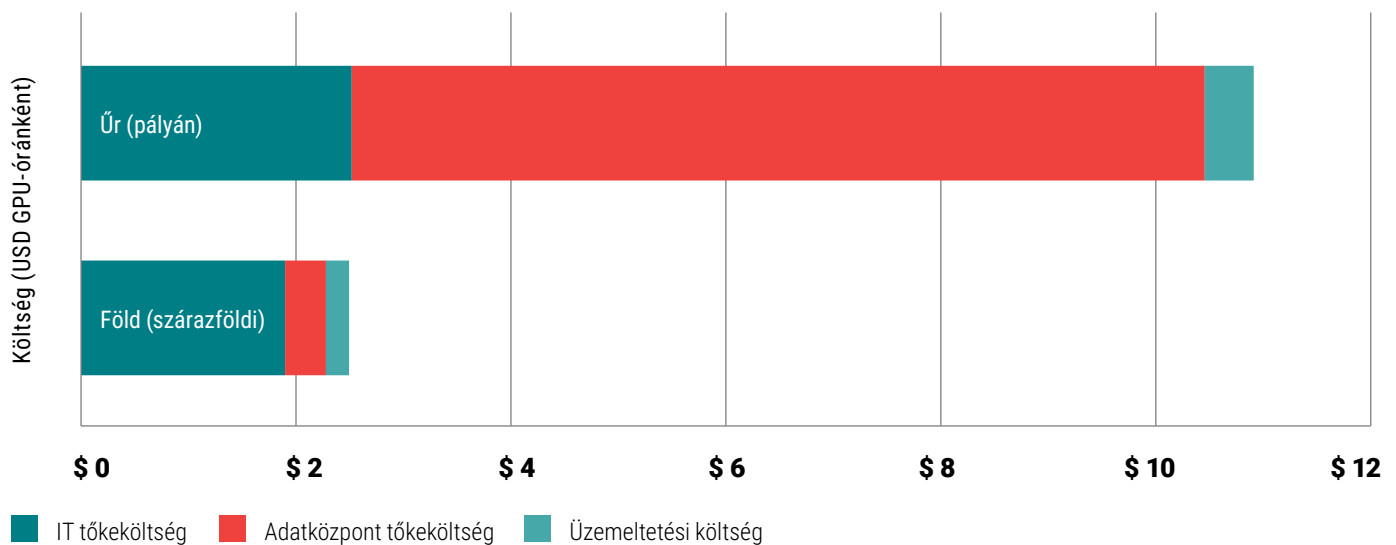
Forrás: <https://newsletter.semianalysis.com/p/to-boldly-go-the-case-for-space-datacenters>

Elemzések szerint egy 30 kW-os klaszter (16 GPU) telepítése az űrben, mai technológiával, nagyjából 4,1 millió dollár, szemben a földi 1,4 millió dollárral. Maga az IT-hardver lényegében azonos, mindkét esetben nagyjából 1 millió dollár. A teljes különbség az adatközpont rétegében jelentkezik, amely az űrben 3,1 millió dollárba kerül a földi mindössze 382 ezer dollárral szemben, ami nyolcszoros eltérés. Ehhez jön egyetlen felbocsátás költsége, körülbelül 1,6 millió dollár. Ez a mai Falcon 9 űrrakéta költség szintjén nyugszik (1400–1800 \$/kg), amelyet a SpaceX a "Starship" űrhajójával 250 \$/kg-ra kívánna leszorítani.

A különbség fajlagos alapon tovább nő, mivel az űrhardver feltételezett élettartama csupán 5 év a földi 15-tel szemben, ami a fajlagos létesítményköltséget 17–18-szorosára emeli. Ettől eltekintve is a teljes birtoklási költség 8,64 vs 2,37 dollár GPU-óránként.

A lényeg: az orbitális adatközpontok ma sokszoros költség terhet jelentenek a földi megfelelőikkel szemben, főleg a felbocsátás költsége és a rövid hardver élettartam miatt.

Számított számítási költség – űr vs. Föld, 2026



Forrás: SemiAnalysis / VIG Alapkezelő

AI Space Datacenter TCO Modell (2026.06.) 30,5 kW-os B333 klaszter. Az adatközponti tőkeköltség 17x magasabb pályán, amit az 1,6 millió USD-s indítási költség és az 5, illetve 15 év hasznos élettartam hajt. Paritás ~2040, alapértelmezett forgatókönyv.

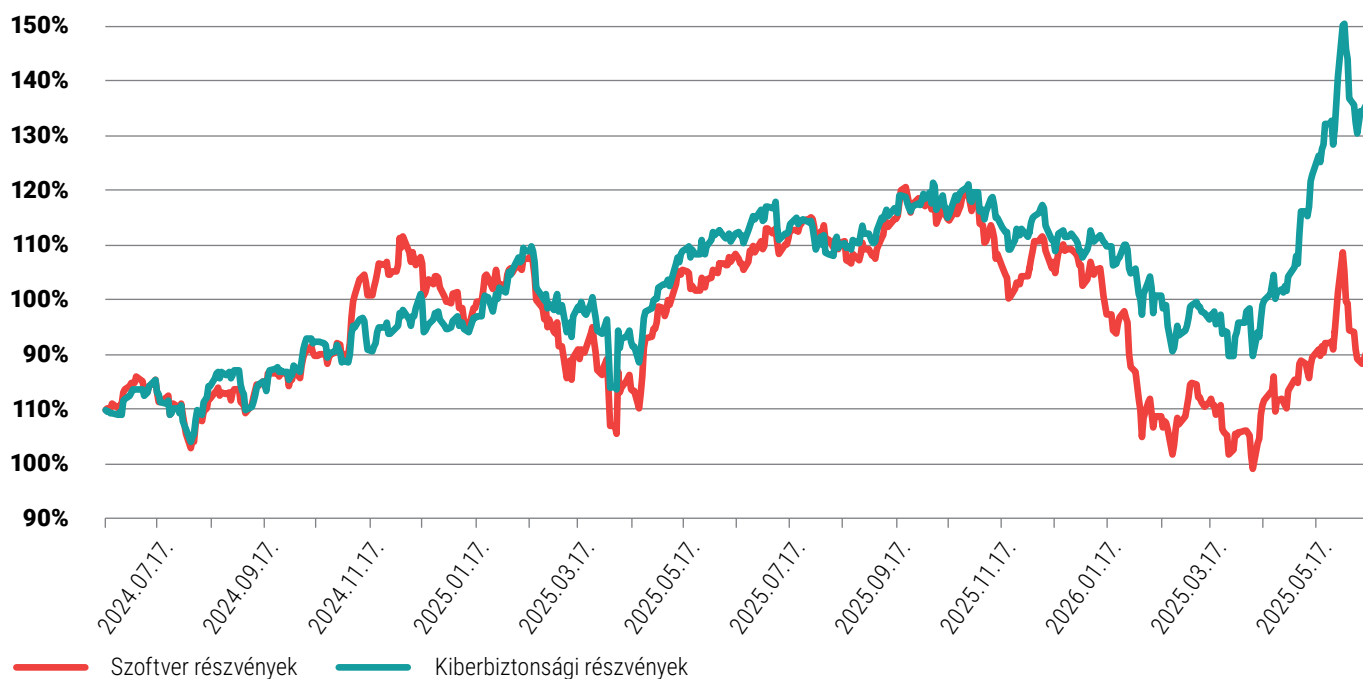


Az első fecske vagy magányos harcos? Miért lőttek ki a kiberbiztonsági részvények április végével?

Míg a tágabb értelemben vett szoftverpiac (SaaS) egy shortzáró rali kivételével továbbra is alulteljesíti a piacokat (amiről az előző havi Megatrend Monitorban részletesen írtunk-link), addig a kiberbiztonsági szektor április vége óta látványos ralit mutatott be. A kiberbiztonsági szektor legmeghatározóbb vállalatai (Palo Alto

Networks, CrowdStrike, Cisco, Fortinet) április vége óta brutális akár 70%-ot meghaladó emelkedést produkáltak.

De mi áll a hirtelen menetelés mögött, és vajon a kiberbiztonság a szoftverszektor „első fecskéje”, amely magával húzza majd a többi szoftverrészvényt is?



Forrás: VIG Alapkezelő

1. A kollektív pániktól a valóság felismeréséig

Ahhoz, hogy megértsük a kiberbiztonsági részvények tavaszi szárnyalását, érdemes visszatekinteni az év elejére. 2026 első hónapjaiban a teljes felhőalapú és előfizetéses szoftverpiacon egy komolyabb eladási hullám söpört végig, ami márciusra egy durva, mintegy 20%-os visszaesést eredményezett.

Ezt a mélyrepülést elsősorban az a félelem fűtötte, hogy az új generációs mesterséges intelligencia (mint az

Anthropic legújabb modelljei) alapjaiban fogja felforgatni a piacot. A befektetők attól tartottak, hogy a szuperintelligens rendszerek feleslegessé teszik a hagyományos szoftvereket, vagy hogy a cégek inkább saját AI-fejlesztésekre költik a pénzt a védelem rovására. Ebben a fázisban a tőzsde még nem válogatott: a kiberbiztonsági papírokat ugyanúgy büntették, mint aHR- vagy a marketing-szoftvereket gyártó cégeket.

Április végével azonban gyökeres fordulat állt be. A piac ráébredt, hogy a generatív AI nemhogy nem teszi tönkre a kiberbiztonsági cégeket, hanem egyenesen brutális motorja a növekedésüknek.

A szektor hirtelen kilövését a következő tényezők szerencsés találkozása okozta:

- **Az AI-fegyverkezési verseny:**

A cégek rájöttek, hogy a hackerek is AI-t használnak a komplexebb támadásokhoz. Így a legmodernebb, szintén mesterséges intelligenciára épülő védelmi platformok (mint az XDR és SASE rendszerek) hirtelen nélkülözhetetlenné váltak.

- **A bevételek stabilitása:**

A tavaszi negyedéves pénzügyi jelentések megmutatták, hogy a védelmi cégek megrendelése és jövőbeli növekedési kilátásai sziklaszilárdak maradtak, és a menedzsmentek rendkívül optimista előrejelzéseket adtak ki.

- **Állami és jogi kényszer:**

A globális geopolitikai konfliktusok miatt megszaporodtak az államilag támogatott kibertámadások. Ezzel párhuzamosan a szigorodó nemzetközi és amerikai hatósági szabályozások (például a kiberincidensek kötelező, gyors bejelentése) jogi kötelezettséggé tették a védelem megerősítését a vállalatok számára.

2. Szentiment vs. Fundamentumok: Fenntartható a rali?

A kiberbiztonsági cégek megítélésének javulása látványos tőkebeáramlást indított. Fontos azonban látni, hogy ezt a tavaszi ralit egyelőre elsősorban a javuló piaci szentiment (hangulat) és a pozicionálás megváltozása hajtotta, miután a szektor indokolatlanul olcsóvá vált a tavasz eleji pánikban.

Az előttünk álló negyedévek legnagyobb kérdése most az, hogy ez a megugrott bizalom és a magasabb értékeltségi szintek mennyire tudnak majd visszatükröződni a konkrét, kézzelfogható pénzügyi fundamentumokban (gyorsuló bevétel-növekedés, javuló szabad cash-flow). Ha a vállalati megrendelések volumene igazolja a mostani optimizmust, a rali tartós maradhat.

3. Az első fecske, vagy csak egy egyedi védelmi jelenség?

Vajon a kiberbiztonság sikere a tágabb értelemben vett szoftverszektor feltámadásának előszele, vagy ez a terület teljesen külön utakon jár?

Miért NEM az első fecske? (A kiberbiztonság egyedi pozíciója)

A hagyományos szoftvergyártók (HR-rendszerek, CRM - ügyfélkezelő szoftverek, irodai appok) és a kibervédelem között van egy alapvető strukturális különbség: a prioritás.

Egy vállalat elhalaszthatja a marketing-szoftverei frissítését vagy az új licencek vásárlását, ha spórolni akar a költségeken. De nem kapcsolhatja le a tűzfalat vagy az adatvédelmet, mert egyetlen sikeres zsarolóvíz-támadás azonnali csődbe viheti a céget. Emiatt a kiberbiztonság sokkal ellenállóbb a makrogazdasági ciklusokkal és a vállalati büdzsék átmeneti befagyasztásával szemben, mint a szektor többi része. Ez a szektor azon kevés szoftveres területek egyike, ahol a növekedési ütem képes gyorsulni még egy nehezebb gazdasági környezetben is.

Miért LEHET mégis az első fecske? (Ami átgűrűzhet a többi szoftverre)

Bár a kibervédelemnek megvannak a sajátos mozgatórugói, a sikere mégis pozitív jelzést küld a teljes tech piacnak:

Miután az elmúlt másfél évben a tőzsdéi növekedést szinte kizárólag a hardvergyártók (Nvidia, Broadcom) és a felhőszolgáltató óriások hajtották hajtották, a kiberbiztonság megmutatta a befektetőknek, hogy a tiszta szoftveres modellekben is óriási potenciál van. Ez visszaadhatja a piac általános hitét a szoftverrészevényekben. A védelmi cégek az elsők, akik sikeresen beépítették és extra felárért, valódi profitot termelve értékesítik az AI-funkciókat (például a mesterséges intelligenciára épülő asszisztenseket). Amint a piac látja, hogy a többi nagy szoftvercég is képes kézzelfogható plusz bevételt generálni az intelligens funkciókból, a tőke megindulhat feléjük is.

Összegzés

Április vége óta a kiberbiztonsági szektor bizonyította, hogy a piac képes gyorsan korrigálni a túlzott AI-félelmeiket. A szektor elszakadt a tágabb szoftver piac gyengélkedésétől, és a befektetők felismerték a mesterséges intelligenciában rejlő növekedési lehetőséget.

Bár nem tekinthető klasszikus első fecskének, ami automatikusan magával húz minden más szoftvercéget, a kibervédelem kiváló példája annak, hogy a nélkülözhetetlen technológiai szolgáltatásokért a nehezebb piaci környezetben is hajlandóak fizetni a vevők és a befektetők egyaránt. A tágabb szoftverpiac felzárkózása valószínűleg lassabb és szelektívebb lesz, és szorosan kötődik majd ahhoz, hogy ki hogyan képes az AI-t valós profitra váltani.

Az AI-trend leginstabilabb dominói: az Újfelhők

Az adatközpont-építési láz talán legérdekesebb szüleménye egy új vállalatípus: a neocloud-cégek, vagy magyarástva: **újfelhők**. Az üzleti modell kifejezetten egyszerű. Hatalmas tőkeáttétellel, túlnyomórészt adósságból finanszírozva GPU számítási kapacitást vásárolnak, és azt AI-számításra adják bérbe. A hitel fedezete maga a megvásárolt chipekből álló hardverpark, az ügyfélkör pedig jellemzően mindössze 2-3 nagyvállalatra korlátozódik. Nem ritka eset, hogy a chipvásárlásra adott hitel forrása és a számítási kapacitás bérlője ugyanaz a hiperskálázó cég, amely egyszerűen szeretné a mérlegén kívülre helyezni a kevésbé vonzó hardverparkot.

Fontos megkülönböztetni őket a szintén nagy felhőkapacitással rendelkező hiperskálázóktól. Az Amazon, a Google, a Microsoft és a Meta stabil, készpénztermelő üzletekre támaszkodnak, és megtehetik, hogy a beruházásokat nagyrészt saját cash flow-jukból finanszírozzák. Az újfelhőknek ilyen tartalékuk nincs. Bevételeik 100%-ban GPU-bérlésből, kiadásuk közel 100%-ban GPU-vásárlásból és adatközpont építésből származik.

A kategória zászlóshajója a CoreWeave, melynek Q1 2026-os számai jól illusztrálják a dinamikát. **99 milliárd dolláros** szerződésállomány, **25 milliárd dolláros** adósság, **740 millió dolláros** negyedéves veszteség,

536 millió dolláros negyedéves kamatkidás (több mint kétszerese az egy évvel korábbinak). A negyedévi tőkeberuházás (7,7 milliárd dollár) **3,7-szerese** a negyedévi árbevételnek.

Az egyszerű üzleti modell mögött több kevésbé egyértelmű feltételezés áll. Ahhoz, hogy ezek a vállalatok nyereségesek legyenek, az AI-számítási kapacitásnak évekig szűkösnek kell maradnia. Ez egzisztenciális kérdés számukra, hiszen árazási erejük teljes mértékben a jelenlegi kapacitáshiányra épül, ha ez a dinamika kedvezőtlenül változik, az adósságszolgálat gyorsan fenntarthatatlanná válhat.

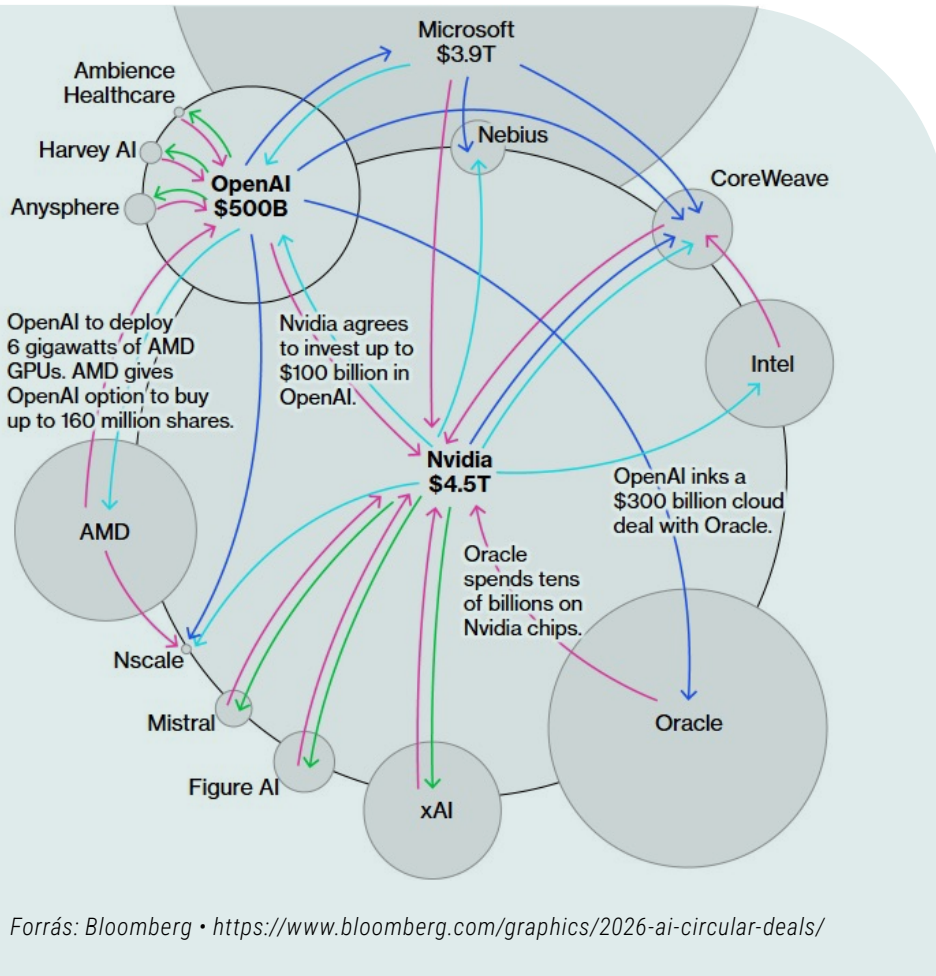
A gyors hardver-innováció komoly kockázatot hordoz. Ahogy az egyre újabb chip-generációk ugrásszerű hatékonyság- és kapacitásnövekedést hoznak, a meglévő hardverparkok gyorsan amortizálódnak. Mivel épp ez a hardver szolgál az adósság fedezetéül, a felgyorsuló értékvesztés kétszeresen is kikezdi az újfelhők mérlegét. Csökken a fedezet értéke, és romlik a régebbi flotta bérbé adhatósága is.

Ha az AI-trend lendülete egyszer megtörik, érdemes ezt a szegmenst kiemelt figyelemmel követni. A stressz jelei itt mutatkozhatnak majd először.



<https://www.prnewswire.com/news-releases/coreweave-opens-new-texas-data-center-to-expand-access-to-high-performance-gpus-301884897.html>

Az AI pénzügyi pókhálója



A 2025-ös év egyik legfelkapottabb ábrája az AI-trend körül az a Bloomberg által publikált grafikon volt, amely a tech szektor finanszírozás körkörösségét mutatta be. Ez arra igyekezett rávilágítani, hogy a szektorban sokszor ugyanazok a dollárok hasznosulnak újra és újra, ezzel potenciálisan felfújva a valós chip-, AI- és számításkapacitás-kereslet képét. Ez a fajta pénzügyi innováció azóta sokkal elterjedtebbé vált az ökoszisztémában, és alig akad olyan AI-szereplő, amely ne lenne része több, kölcsönös függőséget kialakító ügyletnek.

Például:

1. Az Nvidia híres a kockázati tőke-jellegű befektetéseiről, sokszor a saját iparágán belül, vagy akár az ellátási lánc egy vertikálisan lejjebb lévő szintjén. Ez önmagában teljesen elfogadható és racionális tevékenység. A probléma ott merül fel, hogy az olyan felhőszolgáltatók, mint a CoreWeave, egyszerre töltik be

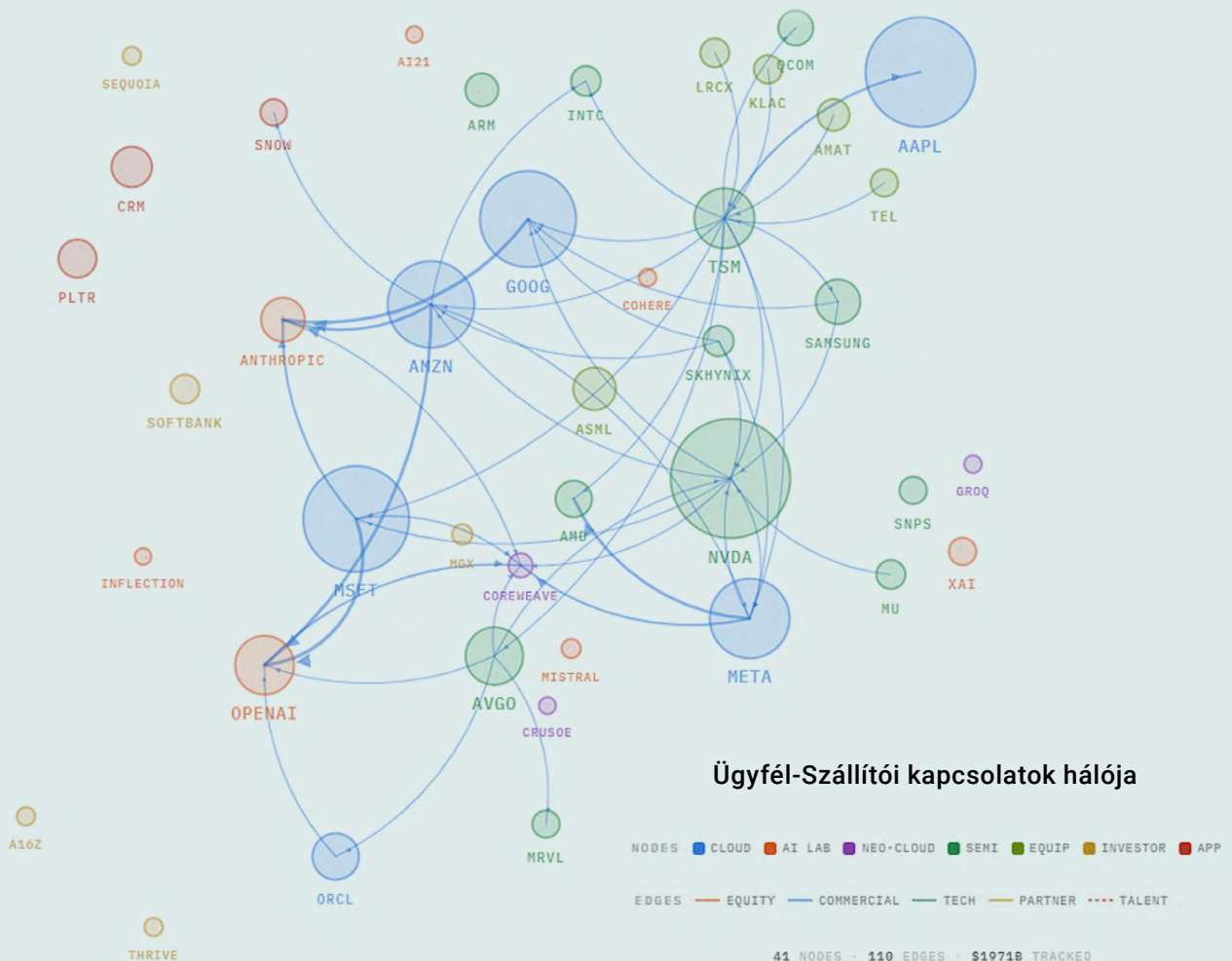
a befektetés és az ügyfél szerepét az Nvidia számára. A chipóriás először több milliárd dollár értékű részesedést vásárol a cégben, majd a felhőszolgáltató üzleti modelljéből adódóan a befektetett összeg közel 100%-át Nvidia-chipek vásárlására fordítja, hogy kiépítse a hardverparkját. Ezzel az Nvidia effektíve a saját keresletét finanszírozza, sőt, sokszor úgynevezett "backstop" megállapodásokat is köt az ilyen vállalatokkal: vállalja, hogy a felhőszolgáltató ki nem használt számítási kapacitását, akár a hidegen álló chipeket is visszavásárolja. Ez csökkenti a felhőcég hitelkockázatát a befektetők szemében, hiszen a világ egyik legprofitábilisabb vállalata vállal garanciát az egyébként Nvidia-chipekkel fedezett hitelállományra, amely a felhőcég mérlegén szerepel. Ebből a struktúrából az Nvidia gyakorlatilag mesterségesen megemelt árbevétellel és növekvő részvényportfólióval, a neocloud cég pedig a megérdemeltnél jobb hitelminősítéssel és biztos tőkeutánpótlással jön ki.

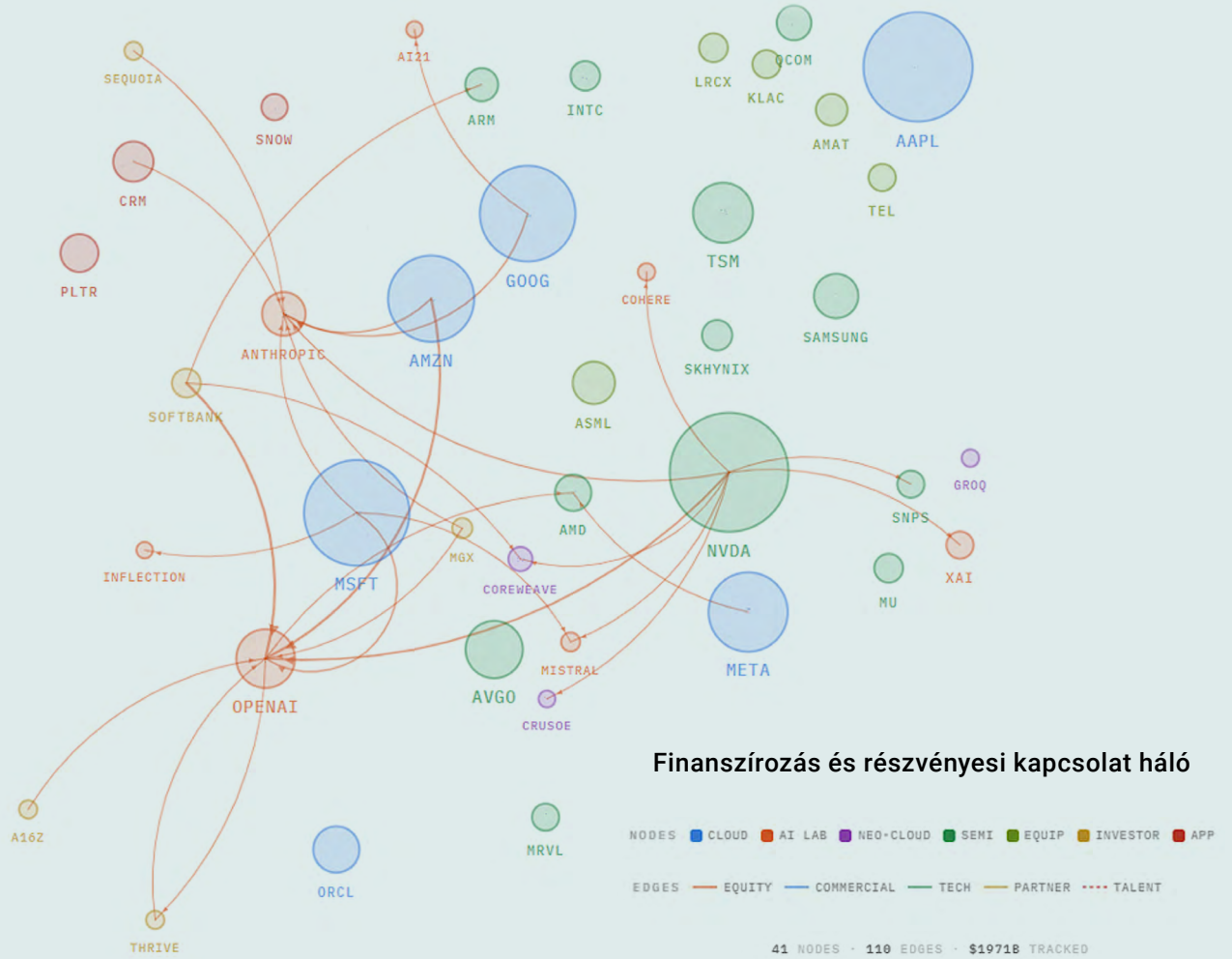
2. Szintén jellemző struktúra a számítási kapacitás részvényre cserélése. Ennek legjellemzőbb példája a Microsoft és az OpenAI bonyolult kapcsolata. Az AI-laborokba fektetett nominális összegek sokszor jelentős része nem dollárban, hanem felhőszámítási-kapacitás-kreditben érkezik, például a Microsofttól az OpenAI-hoz. Ez azt jelenti, hogy az OpenAI X milliárd dollár értékben használhatja az Azure felhőplatformot, amiért cserébe a hiperskálázó OpenAI-részvényt kap. Ezt a felhőkeresletet a Microsoft később növekedésként és bevételként mutatja ki a felhőüzletágban, amely mára az óriás tech cégek fő növekedési motorja. Negyedéves jelentéseiben a Microsoft egyrészt a tulajdonképpen saját pénzéből finanszírozott felhőbevételt is felmutatja, másrészt az OpenAI-részvények hatása az elmúlt negyedévek nyereségéért egyre nagyobb részben felelős befektetések felértékelődésében is megjelenik.
3. De ez még messze van a legfurcsább deal-ektől. Az AMD kereslet-részvény csere struktúrája már versenyben van ezért a címért. A vállalat kétszer 10%-os részesedést cserélt warrantok formájában az OpenAI és Meta cégekkel azért cserébe, hogy

az utóbbiak AI számítási kapacitásuk kiépítésekor az AMD chipjeit használják több gigawatt kapacitás volumenben. Ezzel a chip gyártó a meglévő részvényesek kihígításával fizet azért, hogy létrehozza saját keresletét. Az egység közel 100 milliárd dollár értékű részvény részesedést ad így az ügyfeleknek és ugrászerűen megnöveli az AMD megrendelési backlog-ját.

Ezek mind azért lehetnek problémás esetek, mert átláthatatlan kölcsönös függőségeket teremtenek az ökoszisztémán belül. A körkörös ügyletek rövid távon segítenek elodázni a gazdasági realitást, és az egekbe repíteni mind a piacot, mind a látszólagos fundamentumokat. Abban az esetben azonban, ha a trend lassulni kezd, vagy váratlanul megtörik, az egymásba erősen kapaszkodó vállalatok hálója a másik irányba is heves, reflexív kilengést okozhat.

Ez a felsorolás korántsem teljes körű, de a kutatásunkat összegző hálóra igyekszik érzékeltetni, mekkora interkonnekтивitás áll fenn az egymásba befektető és esetenként saját keresletüket finanszírozó tech vállalatok között.





Forrás: VIG Alapkezelő



Nvidia negyedéves jelentés

Ticker	Period	Rev Est (\$B)	Rev Actual (\$B)	Rev Surprised %	EPS Est (\$)	EPS Actual (\$)	EPS Surprised %
Nvidia	FQ1'27	79,20	81,60	3,03 %	1,77	1,87	5,65%

A gyorsjelentési adatok a Bloomberg terminal adatai szerint

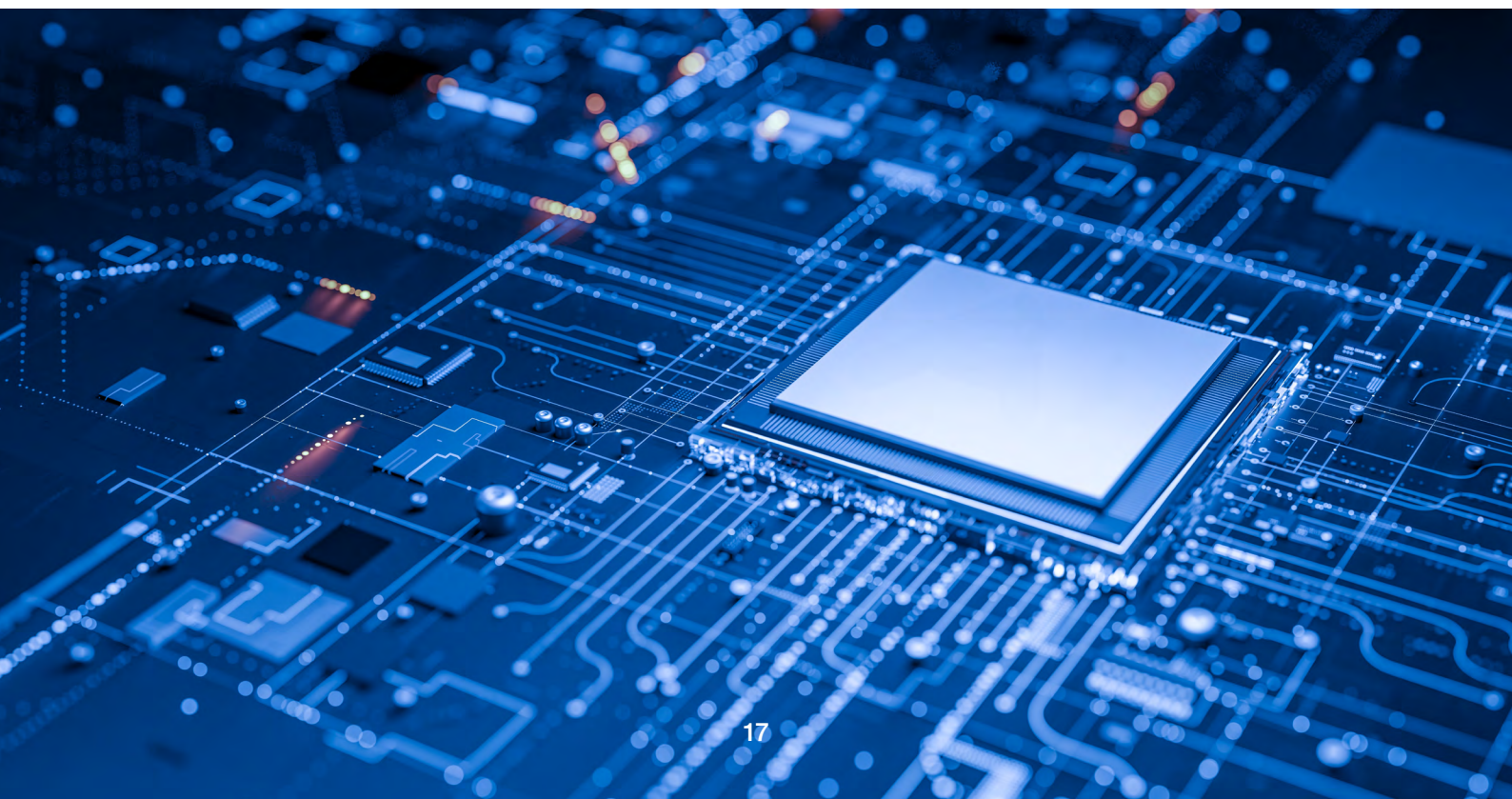
Az előző hónapban megjelent kiadványunkban már összefoglaltuk a világ legnagyobbjai közé tartozó technológiai vállalatok első negyedéves számaikat. Ebbe a sorba illeszkedik az Nvidia jelentése is, amelynek jelentősége a vállalat piaci súlyából fakadóan ma már messze túlmutat a cég pusztá értékelésén.

A számokat nézve szinte minden téren felülmúlta az egyébként sem alacsony piaci várakozásokat. A bevétel 85%-os éves emelkedéssel 81,6 milliárd dollárra ugrott, ami valamivel több, mint a magyar részvénytőzsde teljes piaci kapitalizációja. Ebből a nettó eredmény 45,5 milliárd dollárt tett ki, ami az árbevétel-bővülést is meghaladó, 139 százalékos növekedést jelent éves alapon. Ez a kiemelkedő hatékonyságjavulás a bruttó árrésben is megmutatkozik, amelyet az Nvidia egészen 75 százalékig volt képes feltornászni.

A szektor egészére nézve is beszédesek ezek az eredmények. A hyperscalerek, vagyis a világ legnagyobb

felhőszolgáltató és technológiai vállalatai, idén várhatóan rekordösszeget költenek mesterséges intelligenciához köthető tőkeberuházásokra. E kiadások egyre növekvő hányada áramlik majd azokba a chippekbe, amelyeket ezek a társaságok saját maguk terveznek, hogy ezzel is csökkentsék a kiszolgáltatottságukat egyetlen beszállítóval szemben. Ezt a kockázatot az Nvidia a maga részéről a saját chipet nem fejlesztő vállalatok és kormányzatok növekvő rendelésszámából tervezi ellensúlyozni.

Az Nvidia számai igazolják, hogy az AI fellángolása tartós átalakulást hozott a technológiai szektorban. Bár a legnagyobb ügyfelek saját chipjei idővel kihívást jelenthetnek, rövid távon a vállalat stabilan őrzi egyeduralmát, miközben már az újabb növekedési lehetőségeket keresi. A szektor számára a végső próbatétel azonban az lesz, hogy ez a gigantikus infrastrukturális költség mikor fordul át kézzelfogható profitná.



Májusi MegaTrend hírlevél

Májusban a geopolitikai enyhülés és a zuhanó energiaárak nyomán a kockázatvállalási kedv erőteljesen visszatért a részvénypiacokra, ami a VIG MegaTrend Equity Fund szempontjából kedvező hónapot és erős teljesítményt hozott. A tematikus, technológiai és AI-kitettséggű szegmensek felülteljesítettek, miközben az energiaszektor a meredeken eső olajár nyomán korrigált. A hónap végén ugyanakkor az USA és Irán közötti újabb csapásváltás, majd egy 60 napos egyetértési memorandum emlékeztette a befektetőket a geopolitikai kockázat tartósságáról.

A hónap egyik legfontosabb, az Alap teljes tematikus univerzumát érintő fejleménye a kibontakozó AI-IPO hullám volt. A SpaceX nyilvánosan benyújtotta előzetes tájékoztatóját egy rekordméretű, mintegy 1,75 billió dolláros értékelést célzó tőzsdei bevezetéshez. A két vezető AI-lab, az Anthropic és az OpenAI is a nyilvános piacra igyekszik várhatóan még az év vége előtt. Az AI-infrastruktúra kiépítésének tőkeigénye hatalmas, amelyet a vállalatok a magánpiacról már nehezen tudnak kiszolgálni, ezért a nyilvános részvénypiac felé fordulnak.

Ez a tőkebevonási hullám a már tőzsdén lévő technológiai óriásokat is mozgásba hozta: a Google anyavállalata, az Alphabet 80 milliárd dolláros részvénykibocsátást jelentett be AI-beruházásainak finanszírozására. A kibocsátások egyrészt új, közvetlen befektetési lehetőségeket nyitnak a korábban csak közvetve elérhető AI-szereplőkbe, másrészt a beáramló friss tőkének forrást kell találnia, ami átmenetileg a meglévő, nagy technológiai pozíciókban átrendeződést okozhat. Ez ellenszemet jelenthet a befektetőknél nagy koncentrációban megtalálható MAG7 vállalatok teljesítményének.

A piac értékeltsége továbbra is történelmileg magas szinten áll, de a tartósan erős, kétszámjegyű vállalati eredménynövekedés támogató tényező marad. A kockázat változatlanul a geopolitikában lapul. Egy tartós megállapodás tovább lazíthat a monetáris kondíciókon, míg egy újbóli eszkaláció inflációs nyomással és a kockázati kedv visszaesésével fenyegethet.

Az Alapban a hónap során növeltük a technológiai és AI-infrastruktúra tematika felülsúlyát, ami az utóbbi hetekben is megőrizte erős momentumát.

Jogi nyilatkozat

Ez egy forgalmazási közlemény. A megalapozott befektetési döntés meghozatalához részletes tájékozódásra van szükség. Az Alap befektetési politikájáról, forgalmazási költségeiről és a befektetés lehetséges kockázatairól részletesen tájékozódjon az Alap forgalmazási helyein és az Alapkezelő weboldalán (www.vigam.hu) található Kiemelt Információkból, hivatalos tájékoztatóból és kezelési szabályzatból. A befektetési alap forgalmazásával (vétél, tartás, eladás) kapcsolatos költségek az alap kezelési szabályzatában és a forgalmazási helyeken megismerhetők. A múltbeli teljesítmény alapján nem jelezhetőek előre a jövőbeli hozamok.

A befektetéssel elérhető jövőbeni hozam adóköteles lehet, az egyes pénzügyi eszközökre, ügyletekre vonatkozó adó- és illeték információkat pedig csak az egyes

befektetők egyedi körülményei alapján lehet pontosan megítélni, ami a jövőben változhat. A befektető feladata, hogy tájékozódjon az adókötelezettségről.


Jelen tájékoztatóban szereplő adatok kizárólag információs célokat szolgálnak és nem minősülnek befektetési ajánlásnak, ajánlattételnek vagy befektetési tanácsadásnak. A VIG Befektetési Alapkezelő Magyarország Zrt. nem vállal felelősséget a jelen tájékoztatás alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért.

Az Alapkezelő alternatív befektetési alap kezelésére (ABAK) vonatkozó engedélyének száma: H-EN-III-6/2015. Az Alapkezelő ÁÉKBV-alapkezelési (kollektív portfóliókezelési) engedélyének száma: H-EN-III-101/2016.

VIG Asset Management Hungary

H-1091 Budapest, Üllői út 1.

 email: alapkezelo@am.vig

 vigam.hu

 [linkedin.com/company/vig-asset-management-hungary](https://www.linkedin.com/company/vig-asset-management-hungary)

