

MARKTKOMMENTAR NOVEMBER

30.11.2025

Wichtige Hinweise (1/3)

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen.

Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., Discover Capital GmbH und Capanum GmbH und andere Unternehmen urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann.

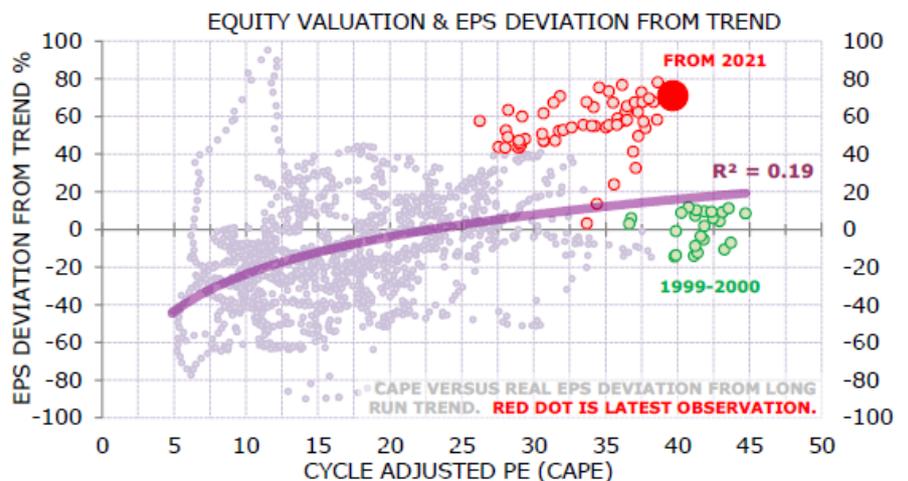
Weder die Axxion S.A., ihre Organe und Mitarbeiter noch die Discover Capital GmbH und Capanum GmbH können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieses Monatskommentars oder seiner Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit diesem Kommentar entstanden sind.

Sehr geehrte (Mit-)Investoren,

ohne aktuelle Wirtschaftsdaten (Shutdown) reagierte der Markt im November extrem sensibel auf alle Schlagzeilen. Mitte November hatte sich schließlich einiges aufgestaut und suchte ein Ventil. Die AI/Technologiewerte hatten ihren „moment of doubt“, der unerwartete Friedensplan für die Ukraine übte Druck auf Ölwerte (mehr Öl kommt auf den Markt) und Goldminenwerte aus (Risikoprämie im Gold könnte verschwinden) und technische Verkäufe systematischer Strategien belasteten die Kurse zusätzlich. Da die Bewertungen allgemein nicht niedrig sind, das Jahresende bevorsteht und die Zweifel wuchsen, wie es mit der Zinspolitik der US-Notenbank weitergeht, waren viele Anleger bereit, ihre Jahresgewinne zu sichern und verkauften, ohne viele Fragen zu stellen. Erst als einige Fed-Gouverneure erneut Zinssenkungen im Dezember in den Raum stellten und die Privatanleger in den USA wieder ihre bewährte „buy-the dip“ Strategie anwendeten, drehte sich das Blatt und die Indizes konnten ihre Monatsverluste reduzieren oder sogar ausgleichen.

Wie nachhaltig sind die Gewinne im AI-Sektor?

In den letzten Monaten werden immer häufiger Vergleiche zwischen der TMT-Blase der 90er Jahre und der aktuellen Situation im KI-Bereiche gezogen. Während es gewisse Parallelen gibt (wir hatten in den letzten Kommentaren und in unserem Webinar im Oktober darüber gesprochen), existieren natürlich auch Unterschiede. Der Wesentliche ist, dass die Kursanstiege damals primär durch eine Ausweitung der Bewertung (Erhöhung des Bewertungsmultiplikators wie z.B. das KGV) getrieben waren. Daraus entstand Ende der 90er Jahre eine Bewertungsblase. Aktuell müssen wir uns hingegen die Frage stellen, ob eine Gewinnblase vorliegt, denn die Bewertungen sind zwar trotz der Kursanstiege hoch, aber nicht blasenartig. Folgende Grafik zeigt, dass aktuell die S&P500-Gewinne ca. 75% (dicker roter Punkt) über ihrem langfristigen Trend liegen.



Quelle: Minack Advisors

Dagegen bewegten sich die Gewinne während der TMT-Blase (grüne Punkte) lediglich in der Nähe ihres langfristigen Trends. Die Kursanstiege

MARKTKOMMENTAR NOVEMBER

Wichtige Hinweise (2/3)

Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer (www.axxion.lu) oder gedruckter Form in deutscher Sprache kostenlos bei der Axxion S.A., 15 rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher erhältlich. Die Capanum GmbH und die Discover Capital GmbH sind bei der Erbringung der Anlageberatung und der Anlagevermittlung als vertraglich gebundene Vermittler ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der PEH Wertpapier AG (nachfolgend „PEH“) tätig. Die PEH hat ihren Sitz in der Bettinastr. 57-59, 60325 Frankfurt am Main und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Sitz in der Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Als bankenunabhängiger Vermögensverwalter ist die PEH Mitglied der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW).

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen marktbedingtem Kursschwankungen, die zu Verlusten, bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals, führen können. Es wird ausdrücklich auf die Risikohinweise des ausführlichen Verkaufsprospektes verwiesen.

Die Bruttowertentwicklung (BVI-Methode) berücksichtigt bereits alle auf Fondsebene anfallenden Kosten und geht von einer Wiederanlage eventueller Ausschüttungen aus. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen alle dargestellten Wertentwicklungen der Bruttowertentwicklung.

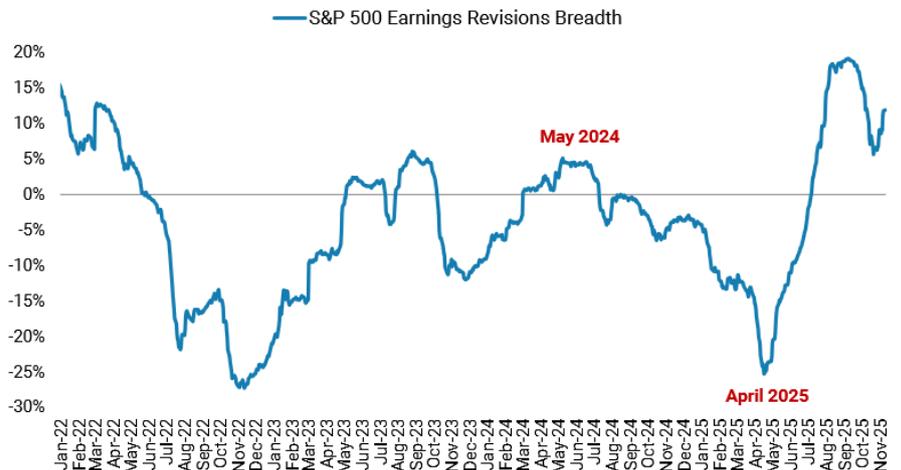
basierten somit vor allem auf der Hoffnung auf zukünftige Gewinne, was insgesamt zu der angesprochenen Bewertungsausweitung führte. Als sich diese Hoffnung als unrealistisch herausstellte, platzte die Blase.

Auch heute dreht sich alles um die Frage, ob die Investitionsausgaben (Capex) zu den erwarteten Umsätzen/Gewinnen führen werden. Die aktuell hohen Gewinne werden nicht nachhaltig sein, falls in Zukunft nicht „zusätzliche“ Umsätze realisiert werden. Folgendes Beispiel zeigt das Problem: Microsoft kauft für 100 Mio. USD NVIDIA-Chips. Dank seiner Gewinnmarge von 90(!)% bei High-End-Chips, führt das bei NVIDIA zu einem Gewinnanstieg von 90 Mio. USD. Microsoft bucht im Gegenzug aber keine Ausgaben von 100 Mio. USD, sondern aktiviert diese Ausgabe und verbucht nur die 15%-ige Abschreibung, also 15 Mio. USD. Somit generieren aktuell Investitionen von 100 Mio. USD einen Gewinn von 75 Mio. USD. Auf den Gesamtmarkt bezogen liegen die Ausgaben in diesem Jahr bei 400 Mrd. USD und das wird ein Problem werden, falls sich die erhofften Zusatzumsätze nicht einstellen. In diesem Fall werden keine NVIDIA-Chips mehr gekauft und das wiederum bedeutet: Keine Chip-Investitionen = keine Gewinne mehr bei NVIDIA + keine Gewinne der NVIDIA Kunden durch Zusatzumsätze mit AI + anhaltende Abschreibungen (im Sinne von Kosten) in den Bilanzen der NVIDIA Kunden = großes Problem bzw. ein Platzen der Gewinnblase (wie die aktuelle Gewinnsituation dann im Nachhinein bezeichnet werden wird).

Aus diesem Grund sind wir bei diesem Thema so laserfokussiert auf die Gewinnentwicklung und die Reaktion des Marktes. Schaffen es die Firmen die Gewinne weiter so zu steigern? Wie reagiert der Markt, wenn dies nicht mehr gelingt? Platzt dann die Gewinnblase oder kommt es auch hier zuerst zu einem Bewertungsanstieg, da man annimmt, dass die Gewinne schon noch kommen werden. Natürlich spielen auch andere Faktoren eine Rolle, aber diese Fragen sind aus unserer Sicht hier entscheidend.

Gewinnerwartungen verbessern sich wieder

Erfreulich ist, dass sich die Gewinnsituation aktuell wieder verbessert. Wie folgende Grafik zeigt, zieht die Kennzahl „Earnings Revision Breadth“ wieder an, d.h. die Veränderungen der Gewinnschätzungen sind in zuneh-



Quelle: JP Morgan

MARKTKOMMENTAR NOVEMBER

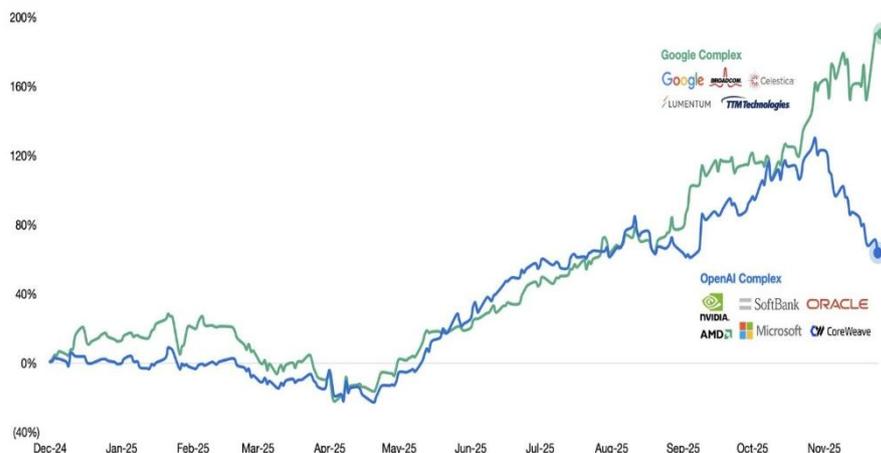
Wichtige Hinweise (3/3)

Die Nettowertentwicklung geht von einer Modellrechnung mit einem investierten Betrag von 1.000 EUR, dem max. Ausgabeaufschlag sowie einem Rücknahmeabschlag (falls vorgesehen, siehe Stammdaten) aus. Sie berücksichtigt keine anderen eventuell anfallenden individuellen Kosten des Anlegers, wie beispielsweise eine Depotführungsgebühr. Da der Ausgabeaufschlag nur im 1. Jahr und ein Rücknahmeabschlag nur bei Verkauf (der hier zum jetzigen Zeitpunkt unterstellt wird) anfällt, unterscheidet sich die Darstellung brutto/netto nur im Jahr der Fonds-Auflegung und ggf. im aktuellen Jahr. Über den „Performance- und Kennzahlenrechner“ auf der Detailansicht Ihres Fonds unter www.axxion.lu können Sie sich Ihre individuelle Wertentwicklung unter Berücksichtigung aller Kosten berechnen lassen. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt.

Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden.

Diese Publikation und die in ihr enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieser Publikation sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.

mendem Maße (blaue Linie steigt) positiv (Y-Achse >0). Hört sich komplizierter an als es ist. Einfach ausgedrückt: Die Gewinnsituation der Firmen verbessert sich wieder. Ebenfalls positiv ist, dass der Markt weiterhin schnell auf negative Veränderungen reagiert und diese genau nicht ignoriert, wie es typischerweise in Blasenzeiten der Fall ist. Folgende Grafik zeigt die Sensibilität des Marktes auf Veränderungen im KI-Bereich.



Quelle: Coatue

Deutlich zu erkennen ist, wie „Team-Alphabet“ (Google und Zulieferfirmen, die für die Chip-Entwicklung und Datenzentren notwendig sind) „Team-OpenAI“ (NVIDIA, AMD und alle, die mit Unterstützung dieser Anbieter AI-Kapazitäten aufbauen) im November outperformt hat. Was war passiert? Zuerst veröffentlichte Alphabet sein 3.0 Update seines LL-Modells Gemini, von dem viele Spezialisten der Meinung sind, dass es dem Open AI LL-Modell Chat GPT aktuell relativ deutlich überlegen ist. Anekdotenhaft können wir dies bestätigen, so dass wir im Moment ebenfalls hauptsächlich Gemini nutzen. Darüber hinaus scheint Alphabet bereit zu sein, seine seit 2015 in-house entwickelten TPU-Chips (werden für das Training von Gemini verwendet) auch an unmittelbare Konkurrenten zu verkaufen. Ein verlockendes Angebot, denn ein Top-LLM-Modell zu trainieren, erfordert alleine für NVIDIA Chips Ausgaben von knapp 4 Mrd. USD. Google schaffte den aktuellen Spitzenreiter in diesem Wettbewerb Dank eigener Chips mit weniger als 20% dieser Summe zu entwickeln. Im SQUAD Makro ist zwar Alphabet die größte Position, aber der Wettbewerb ist schnell und intensiv, so dass wir hier nicht einseitig positioniert sein wollen und Microsoft und Oracle ebenfalls weiterhin im Fonds halten. Dennoch muss man festhalten, dass Alphabet die einzige Firma ist, die ein komplettes „AI-Ökosystem“ kontrolliert. Von der Chipherstellung über die Datenzentren bis zu den Endkunden (Android, Search und YouTube). Eine Riese scheint endgültig erwacht zu sein. Möglich, dass dies auch Warren Buffett so sieht, da er im 3. Quartal Anteile von 4,3 Mrd. USD an Alphabet Aktien erworben hat. Gutes Timing des Altmeisters bzw. seiner Nachfolger. Die Ausrichtung des SQUAD Makro Fonds zum Stichtag finden Sie in beiliegendem Factsheet.

Wir wünschen Ihnen eine schöne Adventszeit, ein frohes Weihnachtsfest und bedanken uns für Ihr Vertrauen in diesem Jahr.