



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die wirklich fetten Anlagechancen sind mit Karriererisiko belastet. Zu diesem Schluss kommt Jeremy Grantham, der bald 88-jährige Gründer des Fondshauses GMO in seiner jüngst erschienenen Biographie. Tatsächlich sind die grössten Marktverzerrungen relativ einfach zu erkennen. Grantham warnte vor der Tech-Blase der 1990er Jahre und der Kreditblase von 2007. Umgekehrt rief er praktisch auf den Tag genau im März 2009 auf dem Tiefpunkt der Finanzkrise zum Kaufen von Aktien auf. Das Schwierige ist nicht das Erkennen von extremen Marktübertreibungen, sondern das Handeln dagegen. Der Herdentrieb macht es emotional schwierig, sich gegen den Trend zu stellen. Für Profis ist es zusätzlich ein grosses Karriererisiko. Bei Quantex haben wir zwar wie Grantham als Gründer von GMO keinen Boss, der uns nach mehr als drei Jahren Underperformance die Hölle heiss macht, nur weil wir keine boomenden KI-Aktien kaufen. Aber statt dem Karriererisiko gibt es für Fondshäuser ein Geschäftsrisiko: Die Geduld unserer Kunden wird durch die Underperformance verständlicherweise strapaziert und das Vertrauen beginnt zu schwinden. Doch wir bleiben unseren Anlageprinzipien treu: Alle unsere historisch bewährten Indikatoren zeigen klar an, dass jetzt nicht die Zeit ist, zyklischen Titeln wie Chip- oder Bankaktien hinterherzurrennen, sondern vorsichtig zu sein und unpopuläre Qualitätswerte aus Sektoren wie Software und Lebensmittel zu kaufen. Das sollte sich langfristig auszahlen, selbst wenn wir kurzfristig eventuell noch mehr leiden müssen. Auch im Asset Management gibt es keinen Free Lunch.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der künstliche Gewinnboom .....	1
Aktien PlusMinus: Allegro und B3 .....	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex .....	8

## Titelgeschichte

### Der künstliche Gewinnboom

**Mit dem Anbieten von KI-Modellen verdient niemand Geld. Der Verkauf von Ausrüstung und Chips für den Ausbau der «Künstlichen Intelligenz» jedoch treibt den Boom an den Börsen. Doch ein grosser Teil der vermeintlichen Gewinnzuwächse gründet auf einer buchhalterischen Illusion, die typisch ist für Investitionsblasen. Der Blick auf die Cashflows anstatt auf die Gewinne zeigt das wahre Bild.**

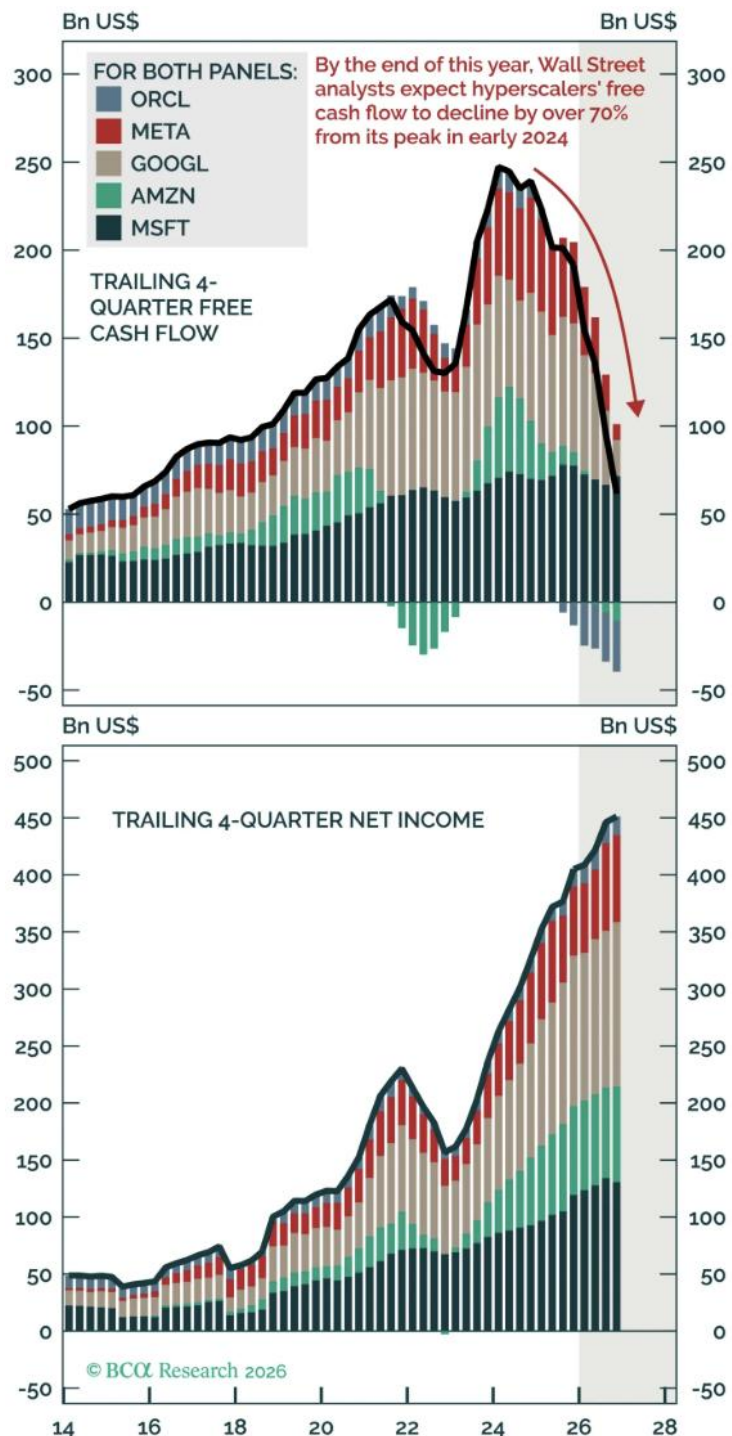
«Aber die Unternehmensgewinne wachsen stark», ist der häufigste Einwand, den wir diese Tage hören, wenn wir vor dem KI-Boom an den Börsen warnen. Die Anzeichen einer manischen Spekulationsblase sind offensichtlich: Hohe Bewertungen, besonders am US-Markt. Viel Jagd nach dem schnellen Geld mit Optionen und auf Kredit. Eine breite Partizipation von Privatanlegern am Handelsvolumen. Eine stark etablierte «Buy the Dip»-Mentalität, die sich auch durch den jüngsten Ölschock nicht bremsen lässt. Alles ist getrieben von der übermächtigen AI-Story.

Aber, die Unternehmensgewinne wachsten tatsächlich sehr stark. Wie das «Wall Street Journal» berichtet, beläuft sich der durchschnittliche Zuwachs des Gewinns je Aktie im S&P 500 derzeit auf 19% gegenüber dem Vorjahr. Das Gewinnwachstum ist doppelt so hoch wie normal. Allerdings warnt das Journal, dass solch hohe Wachstumsraten meist ein Alarmzeichen sind, wenn sie nicht in einer Erholungsphase aus einer Rezession stattfinden. Ähnlich starke Wachstumsraten gab es in reifen Marktphasen im Juli 1929, im Dezember 1973, im März 2000 und anfangs 2007 – auf jeden dieser Gewinnbooms folgte ein schwerer Bärenmarkt an den Börsen.



Der grösste Teil des Gewinnwachstums der letzten Jahre fand im Tech-Sektor statt, in jüngster Zeit vor allem bei Chipherstellern wie Nvidia, Broadcom oder Micron Technology. Die Chip-Aktien profitieren vom gewaltigen Ausbau an Datenzentren, welchen die neu ernannten «Hyperscaler» Amazon, Google, Meta, Microsoft und Oracle vorantreiben. Mehr als 600 Milliarden Dollar sollen dieses Jahr investiert werden.

Doch durch die riesigen Investitionen ist der freie Cashflow der Hyperscaler um mehr als 70% gesunken und bei Amazon oder Oracle schon negativ geworden (siehe Grafik unten). Gleichzeitig vermeldeten die Techgiganten neue Rekordgewinne. Wie ist so etwas möglich?



Die obere Grafik zeigt die freien Cashflows der fünf Hyperscaler, die untere Grafik ihre vermeldeten Gewinne. (Quelle: BCA/Bloomberg)

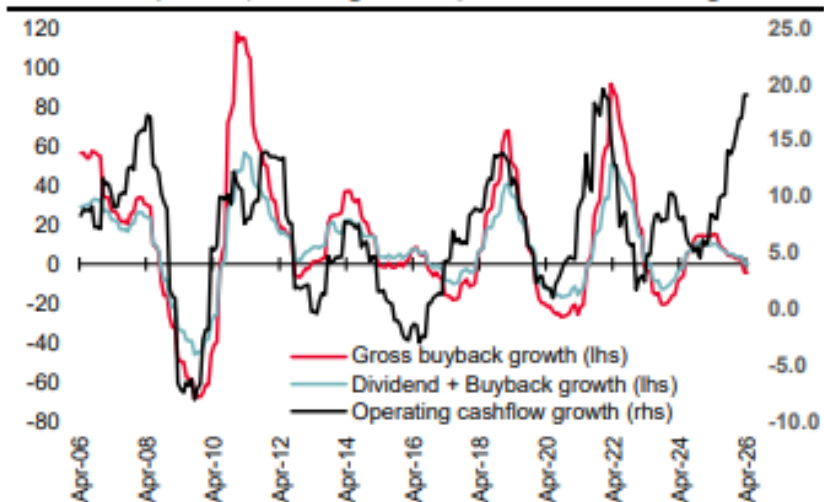
Die Differenz erklärt sich aus der unterschiedlichen Buchhaltung in Erfolgsrechnung und Mittelflussrechnung. Investitionen in Datenzentren werden in der Erfolgsrechnung über mehrere Jahre abgeschrieben. Zum Beispiel über 6 Jahre im Fall von Chips. Wenn Amazon also dieses Jahr 200 Milliarden investiert, ist das Geld in der Mittelflussrechnung bereits im ersten Jahr weg. In der Erfolgsrechnung werden aber nur rund 30 Milliarden im Jahr abgeschrieben. Der Free Cashflow fällt durch die Mammutinvestitionen sofort, der Gewinn nur graduell. Ob sich die beiden Zahlen schlussendlich wieder angleichen, hängt primär davon ab, wie viel Cash die Investitionen eines Tages abwerfen werden. Niemand kann das heute wissen, weshalb wir bei unseren Unternehmensanalysen generell die Cashflows anschauen und nicht die auf Annahmen beruhenden Gewinne der Erfolgsrechnung.

Für den Gesamtmarkt zusammengenommen ergibt sich aus dem Investitionsschub ein sofortiger Gewinnboom: Die Hyperscaler investieren dieses Jahr über 600 Milliarden, schreiben aber nur rund 100 Milliarden davon ab. Nvidia und andere «Schaufelverkäufer» im Boom kriegen die 600 Milliarden als Umsatz und machen darauf wegen Engpässen satte 50% Nettogewinn-Marge, also rund 300 Milliarden. Der Aktienmarkt kann also netto 200 Milliarden mehr Gewinne vermelden. Die Bullen jublieren.

**Viele Gewinne sind eine Buchhaltungsillusion**

Dieser Effekt erklärt den laufenden Gewinnboom. Falls es sich um eine Blase mit Fehlinvestitionen handelt, werden sich viele Gewinne als Buchhaltungsillusion entpuppen. Denn es fehlen die Cashflows. Und wie jeder Unternehmer weiss, kann man mit Buchhaltungsgewinnen keine Rechnungen bezahlen oder Dividenden ausschütten. Der laufende Gewinnboom führt nicht wie sonst üblich zu höheren Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufen (siehe Grafik unten).

**Historically strong cashflow growth also meant big increases in share buybacks, but us gross buybacks are declining**



Source: SG Cross Asset Research/Equity Quant

Die Grafik zeigt die Wachstumsraten von operativen Cashflows (schwarz), Aktienrückkäufen (rot) sowie Dividenden und Aktienrückkäufen zusammen (grau). Anders als in früheren Boomphasen mit hohem Wachstum können dieses Mal die Dividenden und Aktienrückkäufe nicht mithalten. (Quelle: SocGen)

**Die Verluste fallen privat an, die Gewinne öffentlich**

Noch besser sieht im aktuellen Boom die Gewinnbuchhaltung der börsennotierten Firmen aus, weil die grossen KI-Firmen OpenAI und Anthropic nicht nur extrem unprofitabel, sondern vorerst noch privat sind. Ihre gigantischen Verluste werden ausserhalb der Börse verbucht, während ihre Ausgaben direkt als Einnahmen bei den Unternehmen des S&P 500 und anderer Indizes anfallen.

### Amazon zeigt Gewinnplus und keinen Free Cashflow

Komplett zirkulär und irreführend wird es dann, wenn die Börsenfirmer auch noch über den Kauf von Beteiligungen an den privaten KI-Firmen ihre Umsätze vorfinanzieren. Amazon, Google, Microsoft und Nvidia haben zusammen weit über 100 Milliarden in KI-Startups gesteckt, damit diese bei ihnen wiederum Rechenleistung und Chips einkaufen. Nvidia zum Beispiel hat zuletzt 30 Milliarden in OpenAI investiert. Kauft der Betreiber von ChatGPT damit Chips bei Nvidia, fallen rund 15 Milliarden Nettogewinn am öffentlichen Markt an, ohne dass irgendwelche Verluste dagegen verbucht werden.

Doch es kommt noch absurder: Weil die Anleger am Privatmarkt derzeit die Aktien der führenden KI-Firmen OpenAI und Anthropic nach oben bieten, können die Investoren darauf ständig Aufwertungsgewinne verbuchen. In Amazons Gewinn für das erste Quartal von 30 Milliarden Dollar steckte zum Beispiel ein Aufwertungsgewinn von 16 Milliarden auf Amazons Beteiligung an Claude-Betreiber Anthropic. Die andere Hälfte des Gewinns war grösstenteils auf den Anstieg in der AWS-Sparte mit Datenzentren zurückzuführen – hier gehört Anthropic wiederum zu den grössten Kunden Amazons. Der Free Cashflow Amazons stürzte im ersten Quartal dagegen auf negative 18 Milliarden ab. Darum muss das «profitable» Unternehmen weiter Schulden aufnehmen.

Der laufende Gewinnboom bei den Hyperscalern und Chip-Aktien und damit des gesamten US-Aktienmarktes steht also auf sehr tönernen Füßen. Auch rund die Hälfte des ausgewiesenen Wachstums der US-Volkswirtschaft ist inzwischen auf den Investitionsboom in KI zurückzuführen. Die Investitionen ausserhalb dieses Bereichs sind dagegen rückläufig. Von einer Renaissance des US-Industriesektors fehlt auch in Donald Trumps zweitem Amtsjahr jegliche Spur.

Verbrennen die Betreiber von KI-Modellen weiterhin so viel Cash, droht das ganze Kartenhaus irgendwann in sich zusammenzufallen. Dann können Firmen wie Amazon und Google nicht nur weniger Umsatz in ihren Datenzentren verbuchen und Nvidia weniger Chips verkaufen, sondern sie müssen auch noch Verluste auf ihren milliardenschweren Beteiligungen an ihren Kunden verbuchen. Nvidia stünde zusätzlich in der Kreide durch die Verpflichtungen und Garantien, welche das Unternehmen an seine Chip-Käufer abgegeben hat, diese bei Nichtauslastung wieder zurückzunehmen oder selbst zu mieten.

Der ganze Reigen erinnert sehr an den Telecom- und Glasfaser-Boom während der Techblase der späten 1990er Jahre. Dort gingen die führenden Telecom-Ausrüster Lucent und Nortel Networks sogar pleite beziehungsweise machten eine Nahtod-Erfahrung, weil sie ihren Kunden – oft wackeligen Startups ohne Profite – den Einkauf vorfinanziert hatten.

### Konklusion für Investoren

Der vielzitierte Gewinnboom am US-Aktienmarkt beruht zu einem wesentlichen Teil auf einer Buchhaltungssillusion. Die freien Cashflows entwickeln sich bei den Tech-Giganten stark rückläufig. Anleger müssen sich deshalb gut überlegen, ob sie den Versprechungen wirklich glauben wollen, dass mit dem Betrieb von KI-Modellen eines Tages Geld verdient werden kann. Im vierten Jahr nach dem Start von ChatGPT sieht es weiter nicht danach aus, sondern eher danach, dass solche Large Language Models austauschbar und weitgehend gratis bleiben.

In Sektoren wie Software, die momentan als KI-Verlierer gehandelt werden, wachsen dagegen nicht nur die Gewinne, sondern auch die freien Cashflows kräftig weiter. Dort sind wir mit unseren Fonds inzwischen schwergewichtig investiert, sowie in anderen Sektoren mit anhaltenden Free Cashflows wie Lebensmittel, Konsumgüter oder Gesundheit. Alle diese Sektoren sind inzwischen auch stark negativ mit Kursen der KI-Titel korreliert und stellen damit einen möglichen Hedge dar, falls die Blase platzen sollte. (pfr)



## Aktien PlusMinus

---

# Was wir kaufen und verkaufen

---



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

### + Allegro

Allegro ist mit 45% Marktanteil der grösste Onlinehändler in Polen. 60% aller erwachsenen Polen nutzen die Website jährlich. Wie Amazon Prime hat Allegro mit Smart! ein Mitgliedschaftsmodell. Nach ihrem IPO 2021 drittelte sich die Aktie und dümpelt seitdem vor sich hin. Jetzt hat Amazon auch noch ein Investitionsprogramm in Polen für die nächsten Jahre angekündigt, was dem Kurs auch nicht hilft. Amazon macht uns wenig Sorge, da die Firma bereits seit über einem Jahrzehnt in den Markt einzudringen versucht, Allegro aber dominant bleibt. Wir sind uns bewusst, dass sich das Wachstum von Allegro verlangsamt, wenn man bereits die Hälfte des Marktes besetzt. Die Bewertung ist aber so tief, dass eine Wachstumsrate im mittleren einstelligen Bereich bereits reicht, um als Aktionär anständig entlohnt zu werden. Zudem glauben wir, dass der Markt eine Nuance nicht berücksichtigt: Allegro bietet erst sein Kurzem Werbung auf ihrer Plattform an und dieser Bereich wächst mit knapp 25%. Hier liegen die Margen mit 90% weit über den Margen das Onlinehandels. Somit sollte der Gewinn über die Zeit stärker als der Umsatz wachsen. Diese Gratisoption nehmen wir gerne mit und kaufen die Aktie.



Moritz Nebel  
Aktienanalyst

### – B3

Im April haben wir uns von Brasil Bolsa Balcao (B3) getrennt. Der Brasilianische Börsenbetreiber war seit August 2021 in unseren Portfolios. Die Bewertung erschien uns damals für das monopolistische Geschäftsmodell und die hohen Margen mit einer freien Cash-Flow Rendite von 6.5% als sehr attraktiv. In den Folgejahren blieb B3 mit den Zahlen jedoch etwas hinter unseren Erwartungen zurück, da das Anlegerinteresse an Brasilianischen Aktien tief und somit das Handelsvolumen gedrückt blieben. B3 produzierte trotzdem konstant freien Cashflow und kaufte damit über unsere Haltedauer etwa 20% der ausstehenden Aktien zurück. In den letzten Quartalen hatten Emerging Markets ein kleines Revival und die Umsätze von B3 stiegen. Die Aktie erfuhr eine Neubewertung und die freie Cash-Flow Rendite sank auf etwa 4.5%. Wir verkaufen die Aktie nun an unserem fairen Wert mit einem satten Gewinn von 60% und schichten in attraktivere Titel um.

$$e^{i\pi} + 1 = 0$$

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. Mai 2026

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Banque Cant Genève	Banken	5	-	2.1%
Clariant	Chemie	5	6.5%	5.1%
CPH Group	Verpackungen	5	4.0%	3.4%
Forbo Holding	Baumaterialien	5	2.7%	3.3%
NaturEnergie	Elektrizität	5	7.7%	2.7%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
CF Industries	Chemie	8	7.6%	1.7%
Devon Energy	Öl & Gas	7	7.0%	2.1%
Franklin	Finanzdienstl.	7	4.8%	4.2%
Pfizer	Pharma	7	4.7%	6.5%
Regions Financial	Banken	7	-	3.7%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Orlen	Öl & Gas	8	9.3%	4.3%
ITV	Unterhaltung	8	4.8%	6.2%
Brit Amer Tobacco	Tabak	7	3.4%	3.1%
Inchcape	Grosshandel	7	9.4%	8.9%
Aena SME	Konstruktion	7	5.2%	8.8%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Kumba Iron Ore	Eisen & Stahl	9	15.7%	9.7%
Kingboard Hold	Chemie	8	1.3%	3.7%
Vale	Eisen & Stahl	8	4.3%	6.7%
Magyar Telekom	Telekomm	8	9.2%	4.0%
Richter Gideon	Pharma	8	11.5%	3.9%

**Goldminen**

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Thor Exploration	Kanada	11	30.7%	4.9%
AltynGold	UK	10	8.1%	0.0%
Fortuna Mining	Kanada	9	10.6%	0.0%
Kingsgate Consols	Australien	9	4.9%	1.5%
Serabi	UK	8	10.7%	0.0%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mckesson	Pharma	-7	10.6%	0.4%
Hensoldt	Luftfahrt/Rüstung	-6	2.6%	0.6%
Airbus	Luftfahrt/Rüstung	-6	1.7%	1.7%
Nike	Kleidung	-6	1.5%	3.7%
Swissquote	Finanzdienstl.	-6	-	1.5%

**Quantitative Screenings bei Quantex – Aussieben und Trennen**

Der Quantex R-Wert ist eines von mehreren «Quantitativen Screenings» bei Quantex, um im weltweiten Aktienuniversum vielversprechende Titel zu entdecken. Darauf folgt ein qualitativer Selektionsprozess in Handarbeit. Teilweise fallen dabei die quantitativ am besten bewerteten Aktien durch und wir investieren in die kennzahlenmässig nur fast so guten Unternehmen.

**Quantex R-Wert**

Punktevergabesystem mit 12 Kriterien, jeweils mit 0, 1 oder -1 Punkten bewertet.

Je mehr Punkte, desto attraktiver ein Unternehmen. Negative Punktzahlen sind Verkaufssignale.

Es werden sowohl Value wie auch Momentum Kriterien betrachtet:

- Return on Equity
- EBIT Margin
- Common Equity/Assets
- P/E 5 Jahre
- Geschätztes mom. P/E
- Analysten-Konsensus (Contrarian-Indikator)
- Kursentwicklung
- Kursmomentum
- Preis/Buchwert
- Dividenden
- EPS Veränderungen
- Altman Z-Score

## Quantex AG

Die Quantex AG wurde 2003 gegründet, und seit 2008 sind wir als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen der Schweizerischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt. Wir bieten unseren Kunden eine umfassende Vermögensverwaltung und -beratung sowie ein auf den Vermögensaufbau ausgerichtetes Fondssparen. Wir verfügen über insgesamt vier Anlagefonds, wovon alle schon von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Ansatz ist eine disziplinierte Value-Strategie mit anti-zyklischem Handeln gegen den Mainstream und gegen die auch bei „aktiven“ Fonds weit verbreitete Benchmark-Fixierung. Unseren Kunden bieten wir als Schweizer Anbieter aus der Region – mit Büros in Muri b. Bern, Bern und Zürich - direkten und unkomplizierten Zugang zum Fondsmanagement und Kundenbetreuern.

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Funds – Global Value	CHF -R-	11.5.2026	429.12	-5.1%
		EUR -R-	11.5.2026	294.22	-3.6%
		USD -R-	11.5.2026	339.74	-3.4%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	11.5.2026	133.32	-1.6%
		EUR -R-	11.5.2026	158.02	+0.1%
		USD -R-	11.5.2026	151.66	+0.2%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	11.5.2026	700.97	+8.4%
		USD -R-	11.5.2026	387.77	+10.5%
Anlagen in Aktien weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	11.5.2026	2.29	-6.0%
		CHF -3a-	11.5.2026	1.81	-5.6%

**Haftungsausschluss**

Dieses Dokument ist eine Werbemitteilung. Anleger sollten bei ihrer Investitionsentscheidung dieses Dokument nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Es dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Dokument genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Das Dokument stellt keine Beratung dar und enthält keine persönliche Empfehlung. Anlagen können signifikante Risiken beinhalten. Der Wert einer Anlage kann jederzeit steigen oder fallen. Die historische Performance ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung. Die allenfalls dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Anteile der in diesem Bericht allenfalls erwähnten Anlagefonds dürfen an bestimmte Anlegertypen, in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Bitte wählen sie unter <http://www.quantex.ch/de/anlagefonds> das korrekte Domizil und den korrekten Anlegertyp, um die zulässigen Informationen anzuzeigen. Investitionen in Anlagefonds erfolgen ausschliesslich auf Grundlage der offiziellen Fondsdokumente. Diese können unter <http://www.quantex.ch/de/anlagefonds> heruntergeladen oder kostenlos bei den in den Fondsdokumenten genannten Stellen bezogen werden.

QUANTEX AG  
MARKTGASSE 61  
CH-3011 BERN  
+41 31 950 24 24

QUANTEX AG  
LÖWENSTRASSE 30  
CH-8001 ZÜRICH  
+41 43 243 03 46

[WWW.QUANTEX.CH](http://WWW.QUANTEX.CH)

