



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Wenn Anleger in Zukunft mal auf die heutige Zeit zurückblicken, so werden sie wahrscheinlich denken, dass man es mit der Bewertung der Tech-Titel übertrieben hat. Auch das unerschütterliche Vertrauen in anhaltend tiefe Zinsen könnte Anlass für zukünftiges Kopfschütteln geben. Wenn es um den wilden Boom in Kryptowährungen geht, werden die Leute aber wohl zum Schluss kommen, dass die Anleger 2017/18 vollkommen durchgeknallt waren. Im Gegensatz zu den FANG-Aktien, deren Höhenflug auf realen Grundlagen beruht, sind Kryptowährungen eine Spekulationsblase, die nur aus heisser Luft besteht. Die Blockchain als dezentrales Buchhaltungssystem mag ihre praktischen Anwendungen haben. Die zugehörigen virtuellen Münzen wie Bitcoin dagegen erfüllen faktisch keinen Verwendungszweck: Als Tauschmittel kann man sie nicht brauchen, weil sie zu volatil sind und die Abrechnung von Transaktionen viel zu aufwendig ist. Folglich gibt es auch praktisch keine Läden mehr, welche Bitcoin&Co akzeptieren. Als Wertaufbewahrungsmittel taugen sie nichts, weil die Coins erstens keinen intrinsischen Wert haben und zweitens die Aufbewahrung über die Kryptobörsen etwa so sicher ist, wie sein Bargeld auf der Parkbank rumliegen zu lassen. Bis dato wurden 2.3 Milliarden Dollar Gegenwert an Kryptowährungen durch Hackerangriffe gestohlen. Anders als bei einem Bankkonto oder einer Kreditkarte werden Anleger für Diebstahl und Betrug nie entschädigt. Das Geld bleibt fort. Für die US-Börsenaufsicht SEC gelten die Coins nicht als Wertpapiere, sondern als Spenden...

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Momentum über alles	1
Aktien Plus Minus: AutoZone und Akbank	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Momentum über alles

An der Börse ist mal wieder eine neue Ära ausgebrochen, in der nur noch das Momentum zählt und die zunehmend passiv investierende Anlegerherde ihr Geld in dieselben Technologie-Titel steckt. Der Trend dauert schon so lange an, dass ihm kaum noch Investoren widerstehen können. Doch genau deshalb ist eine Trendwende näher, als es scheint.

Entweder man hat sie, oder man hat sie nicht... im Portfolio gehabt, die heissen FANG-Aktien (Facebook, Amazon, Netflix und Google). Seit Jahren schlagen die Tech-Giganten den Markt und katapultierten am 6. Juni den Nasdaq-Index auf ein neues Allzeit-Höchst. Im Schnitt liegen die FANG seit Jahresanfang mit 37% im Plus gegenüber einer Rendite von mickrigen 3% im breiten MSCI-World-Index.

Das Momentum dieser Aktien ist so stark, dass sie praktisch im Alleinzug für die Überlegenheit vieler Momentum- und Tech-Fonds in den letzten Jahren verantwortlich sind.

Auf der anderen Seite gehören Value und andere Anlagestrategien seit Jahren zu den Verlierern. Der Russell-1000-Value-Index hat in 10 der letzten 11 Jahre schlechter abgeschnitten als seine Growth-Variante. Kein Wunder, halten viele Value-Anleger den Druck nicht mehr aus und werfen mehr und mehr das Handtuch. «Traditionelle Value-Stile zum Kauf billiger Aktien liegen schon so lange im Elend... unser Ansatz hat sich verändert», fasste etwa ein Portfolio-Manager von Blackrock gegenüber dem «Wall Street Journal» den Zeitgeist zusammen.



So liest man denn auch diese Tage nicht nur bei grossen Fondshäusern, die sich immer gerne nach der Anlegermode richten, sondern auch kleineren Value-Boutiquen immer mehr Rechtfertigungen und teils abenteuerliche Berechnungen, wieso die FANG-Titel eben auch unterbewertet seien und in ein Value-Portfolio gehörten.

Die heutige Situation gleicht damit in vielerlei Hinsicht jener zur Jahrtausendwende, als nach der phänomenalen Hausse der 1990er Jahre der Value-Stil als überholt galt und alle geblendet waren vom Glamour der Aktien aus der damals boomenden Technologie- und Telecom-Branche – und natürlich vor allem angezogen von ihrer fantastischen Kursentwicklung in der Vergangenheit. Bis zum Platzen der Nasdaq-Blase im März 2000 war es dann nicht mehr weit.

Natürlich gibt es wie bei jeder Spekulationsblase gute fundamentale Gründe für den Höhenflug eines Marktsegments. Das Wachstum, die Marktdominanz und die hohen Margen der Tech-Giganten waren und sind beeindruckend. In den letzten 12 Monaten war das Umsatzwachstum des Tech-Sektors im Schnitt doppelt so hoch wie dasjenige des Gesamtmarktes. Die Free-Cashflow-Margen steigen seit 15 Jahren, getrieben vom Outsourcing der kapitalintensiven Hardware-Produktion nach Asien.

Doch das alles sind Trends der Vergangenheit, die sich nicht beliebig lange in die Zukunft fortsetzen lassen. Eine erste Ernüchterung sollte der Blick auf die aktuelle Rangliste der weltgrössten Firmen nach Marktkapitalisierung bringen:

1. Apple	935 Mrd. Dollar
2. Amazon	816 Mrd. Dollar
3. Alphabet	784 Mrd. Dollar
4. Microsoft	775 Mrd. Dollar
5. Facebook	550 Mrd. Dollar
6. Alibaba	528 Mrd. Dollar
7. Tencent	509 Mrd. Dollar

Sieben der Top Ten der Börsenschergewichte werden heute von amerikanischen und chinesischen Technologie- und E-Commerce-Titeln besetzt. Dahinter folgen Abgeschlagen die alten Industrievertreter mit Berkshire Hathaway, JP Morgan und ExxonMobil.

Ein Platz unter den Top Ten ist oft mehr Fluch als Segen

Erfahrene Anleger wissen jedoch, dass ein Platz unter den weltgrössten Firmen oft mehr Fluch als Segen darstellt und eine mögliche Überbewertung eines Titels anzeigt. Auf dem Höhepunkt der Rohstoff-Blase im Frühjahr 2011 etwa besetzten Rohstoffwerte wie ExxonMobil, PetroChina, BHP und Petrobras die Spitzenplätze. Apple und Microsoft waren die einzigen Tech-Titel unter den Top Ten. Im Frühjahr 2007 vor der Finanzkrise waren dagegen mit Citigroup, Bank of America und ICBC drei Banken unter den zehn grössten Firmen der Welt. Oder vier, wenn man das damalige Finanzkonglomerat General Electric auch noch dazu zählen will.

Neben der relativ gesehen zu grossen Beliebtheit, welche ein Platz unter den Top Ten oft anzeigt, besteht meistens aber auch absolut gesehen ein Problem. Mehr als 500 Milliarden Dollar Börsenwert nochmals zu verdoppeln oder zu verdreifachen ist kein Pappenstil. Entweder müssen die schon hohen Free Cashflows nochmal markant gesteigert werden oder die Bewertung der Aktien steigt in noch luftigere Höhen.

Bei Facebook und Google machen Anleger einen fundamentalen Denkfehler

Das praktische Problem der absoluten Grösse lässt sich wohl am besten am Beispiel der beiden Internet-Werbegiganten Facebook und Alphabet (Google) illustrieren. Beide Titel sind auf den ersten Blick nicht wahnsinnig teuer, ihre Bewertung lässt sich mit aktuellen Free Cashflows und weiter schönen Wachstumsraten einigermaßen rechtfertigen. Sie besitzen daher einen realen Bewertungsanker, im Gegensatz zu rein auf Grund von Zukunftsfantasien hoch gejubelten Titeln wie Amazon oder Netflix.

Die Wachstumsaussichten dieser Titel waren noch nie so schlecht

Doch darum zeigt sich deutlich, wo Anleger einen fundamentalen Denkfehler machen. Google und Facebook zusammen kontrollieren derzeit 61% des globalen Online-Werbemarktes. 2017 hat Online-Werbung das Fernsehen als grössten Werbemarkt verdrängt. Rund 40% aller globalen Werbung wird nun Online geschaltet.

Quizfrage: Um wieviel Prozent kann der Werbeumsatz von Facebook und Google maximal noch wachsen? Die Antwort lautet 300%, wenn die beiden Firmen zusammen 100% des Werbemarktes kontrollieren und alle Werbung nur noch digital abläuft. Das realistische Maximum liegt wohl bei 100% Zuwachs: Dies entspräche bei gleichbleibenden dominantem Marktanteil von 61% einer Durchdringung des Werbemarktes von 80% Online. Ein paar Krümel werden auch in 10 oder 20 Jahren wohl noch für Print- und TV-Werbung übrigbleiben.

Maximal 100% Umsatzwachstum über die nächsten Jahre sind keine grandiosen Aussichten mehr. Die Anleger kaufen die Wachstumsstories, weil sie ihre Umsätze verzehnfachen konnten von 2.5% auf 25% Anteil am globalen Werbekuchen. Der Kuchen selbst wächst nur moderat mit der Weltwirtschaftsleistung. Eine weitere Verzehnfachung liegt nun nicht mehr drin. Das bedeutet, die Börsenwerte von Google und Facebook sind genau heute am höchsten, wo ihre Wachstumsaussichten so schlecht sind wie noch nie zuvor. All die übrigen Geschäftsfelder der beiden Firmen bleiben im Vergleich zu den Werbeeinnahmen auf absehbare Zeit völlig unbedeutend.

Bei Netflix und Amazon dagegen gibt es gar keinen Bewertungsanker mehr. Die Aktien werden auf Basis ihrer Umsatz- und Abbonnentenzuwächse gehandelt. Das Motto lautet: Geld verdienen zählt nicht, es geht nur um Marktanteile und Wachstumsmomentum. So lange der Markt dafür billiges Kapital zur Verfügung stellt – sei es über tiefe Zinsen oder hohe Aktienbewertungen – ist dies kein Problem, sondern eine selbsterfüllende Prophezeiung. Doch irgendwann kommt erfahrungsgemäss wieder eine Phase, wo Kapital knapper wird und Anleger Resultate sehen wollen. Dass war nach der Milleniums-Technologieblase nicht anders.

Steigende Zinsen oder eine neue Kreditkrise könnten deshalb ein Faktor sein, welcher das Momentum der FANG-Aktien bricht. Andere mögliche Szenarien sind etwa schrumpfende Margen durch neue globale Handelskriege oder regulatorische Einschränkungen. Die stark steigenden Kapitalinvestitionen der Tech-Titel sind ebenfalls eine Bedrohung für ihre hohen Free-Cashflow-Margen.

Welcher Auslöser das Momentum der übermächtig erscheinenden Tech-Giganten letztlich bricht, lässt sich nicht voraussagen. Bis heute ist auch unklar, wieso die Tech-Blase an der Nasdaq genau im März 2000 ihr Ende fand. Irgendwann war das Kursmomentum erschöpft, die Schwerkraft durch hohe Bewertungen zu gross, die Zinsen nach Jahren der geldpolitischen Straffung zu hoch und der Wirtschaftsboom erlahmt. Alles Umstände, die der heutigen Situation nicht unähnlich sehen.

Fazit für Investoren: Der Wachstumsschub und die Kursgewinne der Tech-Giganten über die letzten Jahre waren fantastisch. Gratulation allen Anlegern, die davon profitieren konnten. Wir waren nur am Rande mit ein paar kleineren Tech-Titeln und dem Sonderfall Apple dabei, für die sich ein gutes Value-Argument machen liess. Natürlich schwingt da bei der Kritik an den FANGs immer auch ein Hauch Enttäuschung über das Verpasste mit. Doch es geht letztlich immer um die Zukunft, nicht das Investieren mit dem Rückspiegel.

Wann genau die Trendwende kommt, kann niemand wissen. Doch ich denke, es gibt gute Argumente dafür, jetzt nicht mehr auf den fahrenden Zug aufzuspringen beziehungsweise bestehende Gewinne in diesen Titeln zu realisieren. Vorsicht ist zudem bei passiven Investments mit Gewichtung nach Marktkapitalisierung angebracht. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ AutoZone



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

Autozone ist ein Lehrbeispiel dafür, wie ein Management-Team mit kluger Kapitalallokation Aktionärswert schaffen kann. Aber zuerst ein paar Worte zum Geschäft: Autozone ist der grösste US-Autoersatzteihändler im Bereich Do-it-yourself. Das Unternehmen hat ein grossflächiges Laden- und Garagennetz, so dass 85% aller Amerikaner nicht weiter als 8 km von einem Autozone entfernt wohnen. Das Geschäft ist wenig zyklisch und wächst seit Jahrzehnten organisch. Dies sind perfekte Voraussetzungen für eine gute Kapitalallokation: Seit dem Jahr 2000 hat sich der Free Cashflow von 170 Mio. Dollar auf rund 1050 Mio. Dollar versechsfacht; die Bewertung ist ungefähr die gleiche wie damals. Somit müsste man davon ausgehen, dass sich die Aktie ebenfalls versechsfacht hat (von damals 22 Dollar pro Aktie auf 132). Die Aktie notierte aber bei Veröffentlichung der Jahreszahlen bei 529 Dollar. Wie kann das sein? Beim genaueren Hinschauen sieht man, dass die Anzahl ausstehender Aktien von 121 Mio. ungefähr um den Faktor 4 auf 28 Mio. geschrumpft ist. Heute wird also der sechsmal höhere Free Cashflow auf viermal weniger Aktien verteilt. Somit ist der Free Cashflow pro Aktie heute 24 mal höher als im Jahr 2000, genau so viel wie der Aktienkurs. Dass die Aktie heute über 132 Dollar notiert, ist demnach Verdienst des Managements, welches durch kluge Aktienrückkäufe (v.a. in den Krisenjahren zu tiefen Kursen) viel Mehrwert geschaffen hat. Wir ziehen den Hut und das Portemonnaie.

– Akbank



Maurice Rüegg
Fondsmanager

Im Februar kauften wir im Quantex Emerging & Frontier Markets Fund die Türkische Akbank. Ende Mai verkauften wir sie wieder, mit 15% Kursverlust, und, was schlussendlich der Grund für den Verkauf war, 12% Währungsverlust! Die Bank steigerte zwar ihren Reingewinn gegenüber dem Vorjahr um 17% und weist ein respektables Tier 1 Capital Ratio von 13.6% aus (UBS: 13.1%).

Das Problem des Kurszerfalls der Lira, zurückzuführen auf eine Überhitzung der Wirtschaft mit billigem Geld und eine Herabstufung der Kreditwürdigkeit der Türkei, bringt allerdings die Banken des Landes in arge Nöte. Während Exportunternehmen profitieren können*, sind es die Finanzinstitute, welche die Risiken von internationaler Isolation und hoher Auslandverschuldung schlussendlich tragen müssen. Diese Risiken wollen wir bei Quantex angesichts der politischen Entwicklungen und bevorstehenden Wahlen in der Türkei nicht länger mittragen.

**Der Türkische Stahlhersteller und -exporteur Eregli Demir ist im Quantex Emerging & Frontier Markets Fund über ein Jahr gesehen um über 150% gestiegen.*

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. Juni 2018

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
BKW	Energie	5	5.8%	2.9%
Coltene	Gesundheit	5	4.5%	3.1%
Dätwyler	Elektrocomp.	5	0.4%	1.5%
Kardex	Maschinen	5	4.6%	2.2%
Tamedia	Median	5	12.4%	2.9%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
LyondellBasell	Chemie	7	7.7%	3.1%
Mylan	Pharma	7	5.5%	0.0%
Aflac	Versicherungen	6	15.3%	2.1%
Seagate	Computer	6	8.2%	4.3%

Auffallend viele weitere „Old Tech Unternehmen wie Intel, CA Inc, Micron Technology und Western Digital

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Boliden SA	Bergbau	9	8.5%	4.4%
Berkeley Group	Hausbau	9	14.5%	2.5%
UPM Kymmene	Holz & Papier	7	6.1%	3.6%
Anglo American	Bergbau	7	12.5%	4.0%
Intl Consol Airline	Luftfahrt	7	11.8%	3.2%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Astral Foods	Lebensmittel	10	13.7%	7.1%
Samsung	Unt.-Elektronik	10	9.2%	2.1%
Chong Hong	Immobilien	10	20.2%	6.3%
Greatek Electronics	Halbleiter	10	5.1%	5.1%
SPCG	Altern. Energie	10	8.2%	5.3%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Ramelius Resources	Australien	9	6.5%	0.0%
Highland Gold	Russland	8	7.4%	6.8%
Regis Resources	Australien	8	5.2%	4.7%
St. Barbara	Australien	7	9.8%	2.9%
Polymetal	Russland	6	2.7%	4.9%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Golden Star Res	Goldminen	-7	-8.0%	0.0%
Kudelski	Software	-6	-8.1%	0.0%
Expedia	Internet	-6	5.4%	0.0%
Rolls Royce	Luftfahrt	-6	6.1%	1.4%
General Electric	Elektro.Ausrüst	-5	1.9%	5.3%

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 fünf Anlagefonds, wovon drei teilweise schon mehrfach von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Ansatz ist eine disziplinierte Value-Strategie mit antizyklischem 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.

Quantex Fonds

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Funds – Global Value	CHF -R-	11.6.2018	213.50	+1.2%
		EUR -R-	11.6.2018	120.98	+1.0%
		USD -R-	11.6.2018	133.63	+0.3%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	11.6.2018	167.28	+0.5%
		USD -A-	11.6.2018	71.30	-0.4%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	11.6.2018	208.04	-4.7%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	11.6.2018	113.40	-1.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	11.6.2018	1.28	-1.2%
		CHF -3a-	11.6.2018	0.99	-1.0%

Haftungsausschluss

Anleger sollten bei ihrer Investmententscheidung diesen Bericht nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Er dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Bericht genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Der Bericht 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. Anteile der in diesem Bericht erwähnten Anlagefonds dürfen in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. 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 Factsheets genannten Stellen bezogen werden.

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

QUANTEX AG
LINTHESCHERGASSE 17
CH-8001 ZÜRICH
+41 43 243 03 46

WWW.QUANTEX.CH

