



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die meisten Börsenindizes notieren nahe bei neuen Höchstständen. Doch die vorseilenden Wirtschaftsindikatoren sind praktisch durchs Band schlecht. Die Unternehmen kämpfen mit schrumpfenden Profitmargen. Bei den Risikoauflägen am Kreditmarkt oder im Absicherungsbarometer VIX ist keine Spur von Angst auszumachen. Auf der anderen Seite ist aber trotz Indexrekorden auch keine Euphorie ersichtlich. Viele professionelle Vermögensverwalter, mit denen wir sprechen, sind eher vorsichtig gestimmt.

Die berechtigte Frage lautet deshalb: Können wir nah beim Börsentop sein auch wenn keine Euphorie herrscht? Gerne wird die Marktstimmung mit dem Top im Jahr 2000 verglichen. Damals waren fast alle euphorisch und auch Kleinanleger kauften scharenweise Aktien, weil ja jeder wusste, dass «Aktien auf lange Sicht zweistellige Renditen bringen». Es folgte der Bärenmarkt von März 2000 bis 2003 mit Kursverlusten von 50% und mehr.

Waren es damals die hohen Renditeerwartungen, die Anleger scharenweise in die Aktien trieben, sind es heute jedoch die mickrigen Zinsen. Es gibt keine Alternative zu Aktien, lautet die Begründung, mit der weiter dazugekauft wird. Es investieren auch viele neue Anleger in Dividendenpapiere, die sich bisher noch nie getraut hatten. Keine Euphorie also, aber das Resultat ist vermutlich dasselbe: Scharenweise kommen neue Anleger nach einem langen Boom an den Aktienmarkt, obwohl sie in vielen Fällen gar nicht die Risikofähigkeit dazu haben. Das Resultat, so fürchte ich, wird dasselbe sein.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Kapitalströme ins Verderben	1
Aktien Plus Minus: HP Inc und Domino's Pizza Group.....	5
Quant-Corner	6
Und übrigens... ..	8
Über Quantex.....	9

Titelgeschichte

Kapitalströme ins Verderben

Es wird so viel Geld wie noch nie in die Produktion von neuen Filmen und Serien gepumpt. Neue Anbieter mit tiefen Taschen wie Apple oder Disney mischen im Streaming über das Internet mit. Wenn viel Kapital in einen Sektor oder eine Anlageklasse fließt, sind die zukünftigen Renditeaussichten meistens miserabel.

Quizfrage: Wenn haufenweise neue Wettbewerber mit viel Kapital auf einen Markt drängen, sinken oder steigen dann die Gewinne für die etablierten Anbieter?

Die Gewinne fallen natürlich, sagen die gängigen Wirtschaftslehrbücher und der gesunde Menschenverstand. Die Börse ist aber oft anderer Meinung: Erscheint der neue Markt nur heiss und zukunftssträftig genug, so können alle Gewinner sein. Anders ist die derzeit euphorische Einstellung der Anleger zur Aktie jedes Anbieters von Video-Streaming nicht zu erklären.

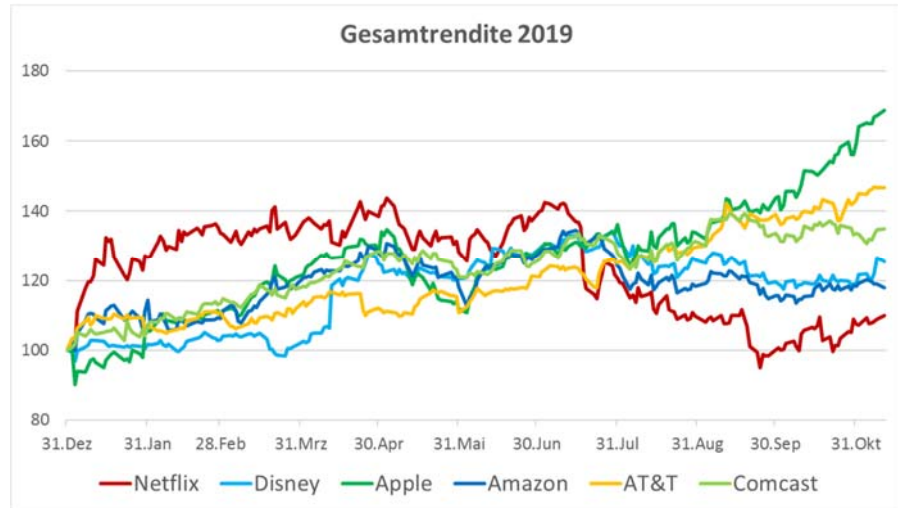
Am Dienstag ist mit Disney+ der neuste Wettbewerber ins Rennen um die Gunst der Zuschauer gegangen. Mit 6.99 Dollar je Monat kostet der Streaming-Dienst des Mickey-Maus-Konzerns nur rund die Hälfte des Standardangebots des Marktführers Netflix. Die Disney-Aktie notiert nahe bei ihrem Allzeit-Hoch, obwohl der Konzern selber wegen des Streamings für Jahre fallende Free Cashflows voraussagt.

Kurz zuvor lancierte Apple seinen Service für nur 4.99 Dollar je Monat. Für Käufer eines neuen iPhones ist Apple+ ein Jahr lang gratis. Die Reaktion des Aktienmarktes auf das Dumping-Angebot? Die Apple-Aktie kletterte auf ein neues Allzeithoch.



Weitere gewichtige Konkurrenten stehen für nächstes Jahr in den Startlöchern: Der Telekom-Riese AT&T lanciert HBO Max, der Kabelkonzern Comcast plant mit Tochter NBCUniversal den Streaming-Dienst Peacock. Bereits ist von den «Streaming Wars» die Rede.

Nun mag es theoretisch Sinn machen, dass die Aktien neuer Mitbewerber an Wert gewinnen, wenn zugleich die etablierten Anbieter verlieren. Doch dies ist eindeutig nicht der Fall: Die Aktie von Branchenprimus Netflix notiert gerade mal 23% unter ihrem Allzeithöchst. Konkurrent Amazon, mit Amazon Prime die Nummer zwei im Markt, steht rund 10% unter dem Top. Alle neuen Streamer befinden sich auf dem Höhenflug (siehe Grafik unten).



Jeder kann ein Gewinner sein: Die Grafik zeigt die Gesamtrendite der sechs grössten Streaming-Anbieter seit Jahresbeginn. Alle Titel notieren derzeit im Plus. (Quelle: Bloomberg)

Betrachtet man die Gewinnsschätzungen der Analysten für die Aktien der Branche, so fällt auf, dass die Mehrheit für alle ihre Titel mit langfristig steigenden Umsätzen und Gewinnen rechnen. Jeder Streaming-Anbieter wird wachsen und Marktanteile gewinnen, jeder ist überdurchschnittlich.

Dies wird «Fallacy of Composition» genannt: Was für einen Einzelnen richtig ist, gilt keinesfalls in der Zusammensetzung für die Gesamtheit. Wer in einem Fussballspiel aufsteht, sieht das Spiel tatsächlich besser. Stehen jedoch alle Zuschauer auf, gewinnt niemand etwas.

An den Finanzmärkten sind die Zusammenhänge jedoch noch komplexer: Drängen neue Konkurrenten mit viel Kapital in einen Sektor, so schwinden nicht nur die maximalen Marktanteile aller Anbieter, sondern gleichzeitig schiessen durch das viele Geld auch die Herstellungskosten für das Produkt in die Höhe.

Im grossen Rohstoffboom der Nullerjahre konnten wir dies als Goldfondsmanager aus nächster Nähe beobachten: Die Kosten für den Bau neuer Minen explodierten, Baggerfahrer im australischen Outback verdienten 120'000 Dollar im Jahr und Mineningenieure waren eine Zeit lang die bestbezahlten Hochschul-Absolventen.

Hollywood und die Filmindustrie erleben dank den «Streaming Wars» einen beispiellosen Boom. Im vergangenen Jahr wurden 495 neue Serien gezeigt, mehr als doppelt so viele wie 2010. Die durchschnittlichen Produktionskosten je Folge stiegen gemäss Bloomberg auf 6 Millionen Dollar im Vergleich zu 3 Millionen vor 3-4 Jahren. Satte 12 Millionen je Folge liess sich Apple seine neue und eher mässig bewertete «The Morning

Die Produktionskosten für Serien haben sich glatt verdoppelt

Show» kosten – das ist sogar mehr als die 10 Millionen, die HBO zuletzt für die Erfolgsserie «Game of Thrones» aufgeworfen hat.

Das freut die Schauspieler, Filmteams und Drehbuchschreiber, die umworben werden wie noch nie. Die Zuschauer haben ihren Spass an dem rapide wachsenden Angebot an neuen und qualitativ hochstehenden Serien und Filmen – auch wenn es zunehmend schwieriger werden dürfte, den Überblick zu behalten.

Doch welcher Streaming-Anbieter soll damit Geld verdienen? Auf absehbare Zeit wird dies niemand. Der Marktführer Netflix mit 150 Millionen Abonnenten ist defizitär und gibt dieses Jahr 15 Milliarden für neue Produktionen aus. Abzüglich der Einnahmen bleibt ein Loch von 3.5 Milliarden Dollar, das mit zusätzlichen Krediten gestopft werden muss. Netflix sitzt bereits auf 12 Milliarden Schulden und hat zudem 20 Milliarden an langfristigen Verpflichtungen für neue Serien in den Büchern.

Als Reaktion auf die neue Konkurrenz gibt Netflix-CEO Reed Hastings noch mehr Gas: Die Ausgaben für neuen Content sollen sogar weiter gesteigert werden. Man darf ihm Glück wünschen im Kampf gegen die Newcomer Apple und Disney mit viel tieferen Taschen und gleichzeitig nur halb so hohen Preisen für ihre Dienste. Die Frage ist nur, wie lange die Kapitalmärkte das Märchen von der Profitabilität im Streaming-Land noch glauben. Der Netflix-Aktie droht der Absturz, sollte sich das Abonnentenwachstum nur schon verlangsamen. Dreht der Anleihenmarkt der Firma den Kredithahn zu, winkt der Konkurs oder der Notverkauf an einen Mitbewerber.

Im grossen Streaming-Krieg von 2020 werden höchstwahrscheinlich alle Teilnehmer zu Verlierern. Auch wenn das die Börse derzeit anders sieht, halten wir keine der sechs Aktien für einen Kauf. Wer die tiefsten Taschen hat, dürfte das kommende Massaker überleben und eines fernen Tages gutes Geld verdienen, wenn sich Streaming als Vergnügen für jeden Haushalt etabliert hat. Wer der Gewinner sein wird, wissen wir nicht.

Herkömmliche TV-Sender sind die klaren Verlierer

Klare Verlierer sind dagegen schon heute offensichtlich. Traditionelle TV-Sender sind seit einiger Zeit im Niedergang. Google und Facebook fressen ihnen die Werbeeinnahmen weg. Jetzt verlieren sie durch die Streaming-Konkurrenz zusätzlich an Zuschauern: Junge Amerikaner verbrachten in den letzten fünf Jahren jedes Jahr markante 20% weniger Zeit vor der herkömmlichen Glotze. Sinkende Zuschauerzahlen bedeutet noch weniger Werbeeinnahmen. Gleichzeitig steigen die Kosten für die Produktion von wettbewerbsfähigen TV-Programmen immer weiter ins Unerschwingliche. Sinkende Cashflows, höherer Investitionsbedarf und meist hohe Schulden machen die einst so soliden TV-Aktien allesamt zu Pleitekandidaten.

Konklusion für Investoren

Nicht nur im Streaming, sondern generell gilt bei der Geldanlage: Fliesst immer mehr Geld in einen Sektor oder ein Anlagesegment, so schwinden nach der Logik der Ökonomie und der historischen Erfahrung die zukünftigen Ertragsaussichten. Je mehr die euphorischen Anleger einen Bereich mit Geld zuschütten, desto eher empfiehlt sich für den klugen Investor der strategische Rückzug.

Derzeit wird in fast allen Ländern wegen der tiefen Zinsen viel Geld in den Immobilienmarkt gepumpt. Die Baukosten steigen, aber auch die Preise für alte Objekte, was die Mietrenditen sinken lässt. Ein altbekannter Film spielt sich ab.

Noch rekordverdächtigere Geldzuflüsse verzeichnet der Private-Equity-Bereich. Hunderte Milliarden mehr jedes Jahr sollen verwendet werden, um derzeit ohnehin teure Aktien von der Börse aufzukaufen und ihnen mittels hoher Kredithebel und scharfer Kosteneinschnitte noch etwas mehr Rendite abzupressen. Ein Trend, der erfahrungsgemäss in einem Blutbad enden wird.

In den Nullerjahren waren Hedge Funds die angesagte Anlageklasse, die Jahr für Jahr Rekordzuflüsse verzeichnete. Doch von der Finanzkrise von 2008 bis heute zeigte sich,

dass die vermeintlichen Superstars mit all dem vielen Geld bis dato nur noch mickrige Renditen erzielen konnten.

Der Umkehrschluss ist dagegen oft genauso wahr: Je mehr Geld aus einem Sektor oder einem Anlagesegment abfließt, desto eher steigen die zukünftigen Renditen für die verbliebenen Akteure. Aus dieser Sicht ist es für uns ein gutes Zeichen, dass aktiv gemanagte Aktienfonds seit Jahren massive Mittelabflüsse verzeichnen. Je mehr die Anleger nur noch passiv in Indexfonds investieren, desto eher dürfte es zukünftig zu Fehlbewertungen kommen, die aktive Investoren wie wir ausnutzen können.

Es ist deshalb eine lohnende Tätigkeit für Anleger in allen Marktsegmenten, immer ein Auge auf die Kapitalströme zu haben. In Sachen Streaming-Aktien halten wir unser Geld lieber raus und genießen nur die Show, die derzeit auf den Bildschirmen läuft. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ HP Inc

Der Quantex Global Value Fonds investiert wieder in einen Technologie-Wert: Leider handelt es sich nicht um eine sexy Zukunftsfirma, sondern um das Drucker- und PC-Geschäft von Hewlett Packard. Das amerikanische Traditionsunternehmen hatte sich 2014 in HP (Hardware) und Hewlett Packard Enterprise (IT-Lösungen) aufgeteilt. Das Hardwaregeschäft ist wenig zukunftssträftig und deshalb wurde bei der Aufteilung mit einer sauberen Bilanz in die Eigenständigkeit entlassen.

Die Ausgangslage gefällt uns: HP ist eine schuldenfreie Cash-Kuh mit wenig Wachstumsaussichten, die aber auch so geführt wird. Kürzlich hat das Management ein Restrukturierungsprogramm lanciert. Es wird mindestens 75% des Free Cashflows an die Aktionäre ausschütten. Die jährliche Gesamtausschüttung beläuft sich auf rund eine Milliarde Dollar als Dividende plus nochmals 1-2 Milliarden für Aktienrückkäufe. Weil die Aktie heute so günstig zu haben ist, kann das Management durch die Rückkäufe aus negativem Wachstum auf Unternehmensebene ein positives Gewinnwachstum je Aktie generieren. Durch die soeben lancierte Übernahmeofferte von Xerox werden wir aber vielleicht das Ende der HP-Story nie zu Gesicht bekommen.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

– Domino's Pizza Group

Domino's Pizza ist seit Jahren weltweit auf Erfolgskurs, wobei es aber mehrere Firmen im Domino's Imperium gibt. Die britische Domino's Pizza Group (London-Ticker DOM) hat die exklusive Lizenz für den Betrieb des Pizzageschäfts im Vereinigten Königreich, Irland, Skandinavien und der Schweiz. Auf den Inseln läuft das Geschäft schon lange hervorragend. Die Firma erwirtschaftet dank der Vergabe von Franchisen sensationelle Kapitalrenditen und Free Cashflows. Wir hatten deshalb seit geraumer Zeit Appetit auf die Aktie. Nach einer Kursdelle schlugen wir im Juni 2017 zu. Die Bewertung war zwar immer noch reichhaltig, doch die Wachstumsaussichten waren gut. Es wurde eine verstärkte Expansion in der Schweiz und skandinavischen Ländern angestrebt. Wieso sollte Domino's nicht auch ausserhalb Grossbritanniens funktionieren? Zwei Jahre später folgte die Ernüchterung: Das Unternehmen schaffte es in den Expansionsmärkten nicht einmal auf Ebitda-Ebene, den Breakeven zu erreichen. Die teure internationale Expansion wurde abgeblasen, das Geschäft ausserhalb des Vereinigten Königreichs und Irlands soll verkauft werden. Primär waren es die hohen Lohnkosten, welche es dem Pizza-Lieferdienst hierzulande und in Skandinavien verunmöglichten, auf einen grünen Zweig zu kommen. Das hätten wir vielleicht ahnen können. Wir nutzen den Kurssprung nach der Ankündigung für den Verkauf der Aktie mit einem minimalen Gewinn. Ohne das Wachstum der internationalen Expansion ist der Titel in unseren Augen kein guter Deal mehr.



Peter Frech
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 11. November 2019

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellevue Group	Banken	7	-11.7%	4.8%
Geberit	Baustoffe	5	3.3%	2.1%
Baloise	Versicherungen	4	11.6%	3.2%
Orell Füssli	Handel	4	34.9%	6.3%
Roche	Pharma	4	5.8%	2.9%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
PulteGroup	Hausbau	9	7.5%	1.2%
Seagate Technology	Computer	7	6.1%	4.3%
Aflac	Versicherungen	6	13.5%	2.0%
Biogen	Biotechnologie	6	12.0%	0.0%
Capital One	Finanzdienstl.	6	18.2%	1.6%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Anglo American	Bergbau	9	7.0%	4.3%
Ageas	Versicherungen	8	-	4.2%
KGHM	Bergbau	8	5.1%	0.0%
Persimmon	Hausbau	8	8.2%	10.0%
OMV	Öl & Gas	7	9.8%	3.2%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
DCM Shriram	Chemie	11	-2.4%	2.5%
Sberbank	Banken	10	-	6.6%
OMV Petrol	Öl & Gas	9	14.5%	6.3%
Media Nusantara	Medien	9	9.0%	1.1%
Sabesp	Versorger	8	7.8%	2.4%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Highland Gold	Russland	8	6.9%	6.3%
Koza Altin	Türkei	8	19.3%	0.0%
Ramelius Res	Australien	8	11.7%	1.3%
Regis Resources	Australien	8	4.2%	5.1%
Polymetal	Russland	5	2.1%	3.3%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
China Unicom	Mobiltelekomm	-9	14.1%	0.0%
Boeing	Luftfahrt	-8	0.4%	2.3%
Sensirion	Halbleiter	-7	2.0%	0.0%
Hochdorf	Nahrungsmittel	-7	-7.0%	0.0%
Expedia	Internet	-6	7.8%	1.3%

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



Und übrigens...

Der Börsengang staatlicher Ölförderer – ein kleiner Transparenzvergleich

2006



2019



Umfang des gesamten IPO Prospekts:



510 Seiten



658 Seiten

Umfang des unabhängigen Berichts über die Öl & Gas Reserven innerhalb des IPO Prospekts:



135 Seiten



10 Seiten

Umfang der Beschreibung des Raffineriegeschäfts im IPO Prospekt:



über 50 Seiten



16 Seiten

Unternehmenswert:



130 Milliarden USD



2'000 Milliarden USD (erhofft...)

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-	8.11.2019	233.15	+13.6%
		EUR -R-	8.11.2019	138.28	+15.6%
		USD -R-	8.11.2019	144.33	+12.6%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	8.11.2019	179.40	+19.1%
		USD -R-	8.11.2019	75.49	+17.8%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	8.11.2019	188.73	+4.8%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	8.11.2019	97.95	+6.9%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	8.11.2019	1.26	+9.6%
		CHF -3a-	8.11.2019	0.98	+9.6%

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

