



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Es gibt keinen Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienentwicklung. Das zeigte das wilde Börsenjahr 2020 einmal mehr. Die Aktienindizes kletterten auf neue Rekordstände, während gleichzeitig viele Volkswirtschaften den stärksten Einbruch der Nachkriegszeit einstecken mussten. Für die Aktienmärkte als Ganzes sind eigentlich nur zwei Faktoren relevant: Die Entwicklung der Unternehmensgewinne und ob die Geldpolitik locker oder restriktiv ist.

Die Gewinne der börsennotierten Firmen entwickelten sich 2020 mehrheitlich gut. Das durch die staatlichen Corona-Massnahmen verursachte Massaker bei Restaurants, Tourismus und Kleingewerbe war nicht «börsenrelevant». Auf der anderen Seite wurde sowohl die fiskalischen wie auch geldpolitischen Schleusen so stark geöffnet wie noch nie seit dem Zweiten Weltkrieg. Resultat: Die Börse boomte, das Bruttoinlandprodukt ist im Keller. Doch 2021 droht nach gleicher Logik die Umkehrung dieses Effekts. Wenn dank Impfungen und Herdenimmunität die Corona-Schutzmassnahmen endlich wegfallen, steht uns ein nachkriegsähnlicher Konsumrausch bevor. All die aufgestaute Nachfrage nach Reisen und Freizeitspass könnte sich explosiv entladen und die Inflation sprunghaft in die Höhe treiben. Die Rohstoffpreise zeigen dies bereits jetzt an. Die Inflation würde die Notenbanken dazu zwingen, über geldpolitische Restriktionen zumindest nachzudenken. Der Gewinnboom bei Restaurants und Reiseveranstaltern wäre dagegen nicht «börsenrelevant».

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: In der Stimulus-Blase	1
Aktien Plus Minus: Freenet und Jefferies.....	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

In der Stimulus-Blase

Die gigantische Geldschwemme der Regierungen hat trotz Wirtschaftskrise zu einer grossen Spekulationsblase an den Märkten geführt. Die Übertreibungen heute sind vielfach noch extremer als in der legendären Tech-Blase des Jahres 2000. Das böse Ende droht, wenn die Flut von billigem Geld und Stimulus-Checks versiegt.

Erinnern Sie sich an Pets.com? Die Aktie des Online-Versandhändlers für Tierbedarf galt lange Zeit als das Exempel für die Dummheiten auf dem Höhepunkt der Internet-Blase der Jahrtausendwende. Das Unternehmen ging im Februar 2000 an die Börse, nur einen Monat vor dem Nasdaq-Crash im März. Das ganze Geld wurde für grandiose Werbekampagnen verbraten, sogar ein TV-Spot in der Superbowl-Pause wurde gebucht. Die Online-Verkäufe von Tierbedarf waren immer defizitär. Nachdem die Internet-Blase geplatzt war, musste Pets.com im November 2000 seine virtuellen Tore schliessen, die IPO-Käufer verloren bis zur Liquidation 99.2%.

Doch Pets.com und die anderen prominenten Flops der Tech-Blase von 2000 sind alles nur kleine Chips dagegen, womit derzeit an den Märkten gezockt wird. Dank der gigantischen Geldschwemme der Notenbanken sind die Übertreibungen heute um ein Vielfaches grösser.

Auf gerade mal 400 Milliönchen belief sich der Börsenwert von Pets.com auf seinem Höhepunkt. Nur Krümel gegen den heutigen Tierfutter-Star Chewy mit einem Marktwert von 38 Milliarden Dollar. Die Aktie hat sich seit dem Börsengang im Juni 2019 mehr als vervierfacht. Gleiche Story, gleiches Geschäftsmodell, ebenso rote Zahlen, nur alles viel grösser – kommt es diesmal besser?



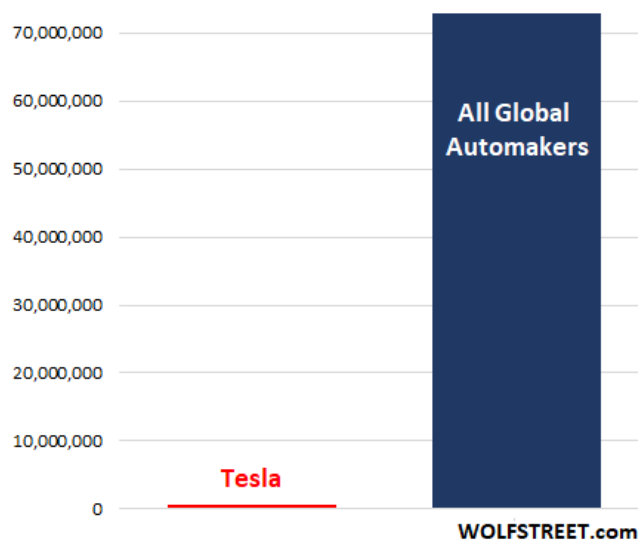
Dabei ist Chewy bei weitem nicht das absurdeste Beispiel der heutigen Spekulationsblase. Immerhin macht der Titel über sechs Milliarden Dollar Umsatz. QuantumScape etwa ging kurz vor Weihnachten an die Börse und erreichte kurzzeitig einen Marktwert von 50 Milliarden Dollar. Das Unternehmen will eines Tages Batterien für Elektroautos herstellen. Bis dato ist ausser Ideen und einem coolen Firmennamen nichts vorhanden. Trotzdem hat der Titel immer noch denselben Marktwert wie die japanische Panasonic, die tatsächlich Batterien für Tesla und andere Autobauer herstellt – mit Verlust übrigens. Eine andere prominente Neuemission war Snowflake, die nach dem Börsengang im September für 100 Milliarden Dollar gehandelt wurde. Das ist das Zweihundertfache des Umsatzes, der mit dem Verkauf von cloudbasierter Datenanalyse erzielt wird. Wie David Hay bei Gavekal vorrechnet, macht der Snowflake-CEO mit seinem aktienbasierten Bonusprogramm derzeit 100 Millionen im Monat – und damit mehr Geld als das Unternehmen Umsatz. Doch die Spekulantenherde rennt der brüchigen Story gierig hinterher.

Ein weiterer heisser Sektor sind die Lieferdienste für Restaurant-Menüs, obwohl das Essen oft kalt ankommt: Doordash, Just Eat und Delivery Hero. Zusammen haben sie einen Börsenwert von über 100 Milliarden Dollar. Die von jedem Startup-Gründer so gesuchte Skalierbarkeit gibt es im Liefergeschäft offensichtlich nicht: Für jede neue Stadt und jedes neue Quartier braucht es einen neuen Fahrer und ein Gefährt. Je mehr Umsatz die Firmen machen, desto grösser ihr Verlust.

Keine Tour durch die Absurditäten der laufenden Stimulus-Blase ist jedoch komplett ohne Tesla. Die Aktie des Autobauers ist ein Kultobjekt, weil sie alle hippen Trends unserer Tage in sich vereint: Grüne Revolution, ESG, autonomes Fahren und Künstliche Intelligenz gepaart mit der Chuzpe eines populären Unternehmensführers.

Die Tesla-Aktie hat soeben Facebook überholt und ist zum fünfgrößten Titel am US-Markt geworden. Auf dem Papier ist Gründer Elon Musk nun der reichste Mann der Welt. Der Börsenwert Teslas übersteigt mit 800 Milliarden Dollar mittlerweile denjenigen aller anderen Autobauer der Welt zusammen. Blickt man auf die effektiv produzierten und ausgelieferten Autos, ist der Vorschuss der Anleger für Tesla gigantisch (siehe Grafik).

**Global Deliveries in 2020 (est.):
Tesla v. All Automakers**



Mit 500'000 ausgelieferten Fahrzeugen produziert Tesla nicht einmal 1% aller Autos. Die Firma wird an der Börse jedoch als wertvoller gehandelt als alle anderen Autobauer der Welt zusammen – bei ungefähr gleicher Profitabilität je Fahrzeug.

Warum platzte die letzte Tech-Blase?

Seit Jahren steigen die Börsen getrieben von tiefen Zinsen in immer luftigere Höhen. Einzig eine breite Spekulationswelle wie im Jahr 2000 hatte all die Jahre noch gefehlt. Die ist nun definitiv da: Neuemissionen sammelten 2020 gemäss Wall Street Journal allein in den USA 167 Milliarden Dollar ein. Das schlägt die 108 Milliarden Dollar aus dem legendären IPO-Boom von 1999 deutlich. Begleitet wird der Boom von einem wilden Spekulationsrausch auf Trading-Plattformen wie Robinhood sowie frenetischem Kauf von Call-Optionen durch Kleinanleger, um mit einem Hebel auf weiter steigende Kurse zu wetten.

Dass dies böse enden wird und viele unbedarfte Investoren grosse Verluste erleiden werden, ist unvermeidbar. Einzig das Wann und Wie ist noch offen. Selbst heute lässt sich nicht genau sagen, warum die letzte Blase ausgerechnet im März 2000 platzte. Irgendwann war jeder mit dabei und die News konnten nicht mehr besser werden.

Im März 2000 boomte die Weltwirtschaft, das Internet versprach grosse Produktivitätsgewinne und es herrschte Frieden auf der Welt unter Vormacht der USA und ihrer liberaldemokratischen Werte. Die Staaten der Eurozone hatten sich gerade enthusiastisch wie frisch Verliebte zur Währungsunion zusammengeschlossen. Die rosigen Aussichten zu Beginn des Millenniums widerspiegelten sich in den damaligen Bewertungen der Aktien. Bekanntlich kam es mit Frieden, Wachstum und Eurozone dann etwas anders, als gedacht.

Heute liegt die Weltwirtschaft auf der Krankenstation und die geopolitische Lage sieht alles andere als rosig aus. Die USA sind innerlich gespalten und haben viel von ihrem internationalen Ruf eingebüsst. Mit China ist ihnen ein starker Rivale erwachsen. Zahlreiche regionale Potentaten von Nordkorea über Kim bis Putin und Erdogan nutzen die lottrige Pax Americana für ihre gefährlichen Machtspiele. Die Europäische Währungsunion gleicht längst dem seit über 20 Jahren verheirateten Paar, das niemand mehr beneidet.

Aber das alles kümmert die Anleger nicht, weil in ihren Augen eine lockere Geldpolitik, tiefe Zinsen und staatliche Stimulusprogramme noch für lange Zeit Bestand haben werden. Der Optimismus und die hohen Bewertungen der Aktien- und Anleihenmärkte gründen auf etwas, was historisch gesehen noch mehr die Ausnahme war als Weltfrieden und stetiges Wachstum.

Wie Börsenveteran Jeremy Grantham von GMO in seinem jüngsten Kommentar zu recht schreibt, können weder perfekte ökonomische Rahmenbedingungen ewig Bestand haben noch perfekte finanzielle Rahmenbedingungen. Steigende Inflationsraten und Zinsen drohen, den Anlegern die Partylaune gründlich zu vermiesen. Wir halten deshalb eine breite Diversifikation in Rohstoffe und tief bewertete und damit weniger zinsempfindliche Value-Titel für dringend notwendig, um sich gegen das Ende der Stimulus-Blase zu schützen. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ Freenet

Die Freenet AG ist mit 13 Millionen Kunden einer der größten netzunabhängigen Telekommunikationsanbieter in Deutschland. Das Geschäft birgt keine grossartigen Wachstumsphantasien, ist aber sehr stabil und generiert stetige freie Cashflows. Die Bilanz wurde in den letzten Jahren durch einige Akquisitionen verschlechtert und war selbst für das defensive Geschäftsmodell in unseren Augen zu aggressiv. Ende des vergangenen Jahres verkaufte die Firma allerdings ihre Beteiligung am Schweizer Telekommunikationskonzern Sunrise für 1.1 Milliarden EUR an den britischen Konkurrenten Liberty Global. Mit dem Verkaufserlös konnte Freenet 800 Millionen EUR an Schulden zurückführen, wodurch sich die Bilanz schlagartig auf ein gesundes Niveau verbesserte. Ausserdem wurde ein Aktienrückkaufprogramm über 100 Millionen EUR lanciert, was circa 4.5% der ausstehenden Aktien entspricht. Es ist gut möglich, dass weitere Rückkäufe folgen. Die 2020 aufgrund der Corona-Pandemie ausgesetzte Dividende von 9% sollte dieses Jahr ebenfalls wieder bezahlt werden. Die Kombination aus stetigen freien Cashflows, attraktiven Ausschüttungen und einer tiefen Bewertung (die Free Cashflow Rendite beträgt 11 %) macht Freenet für uns zum Kauf.

– Jefferies

Lassen Sie sich folgende Zahlen von Jefferies auf der Zunge zergehen: 60% Umsatzwachstum zum Vorjahr, 140% Gewinnwachstum und ein KGV von 7.4. Wahrscheinlich sind Sie jetzt der Meinung, dass wir den Plus- und Minusbericht verwechselt haben; die Zahlen sprechen ganz klar für einen Kauf. Und doch haben wir Jefferies verkauft. Bevor Sie Ihre Anteile des Quantex Global Value Fonds zurückgeben, lassen Sie uns erklären, wie wir zu dieser Entscheidung gekommen sind.

Jefferies ist eine Investmentbank und hält ein Beteiligungsportfolio. Wir sind der Meinung, dass das Management aus sehr guten Asset Allocators besteht und hatten die Firma bereits eine Weile auf dem Radar. Als im Sommer 2020 klar wurde, dass die Notenbanken den Anleihenmarkt für Refinanzierungen offenhielten, kam uns folgender Gedanke: Es wird eine Flut an Neuemissionen von Anleihen geben und der IPO-Markt wird auch ein sehr gutes Jahr erleben. Ein solches Szenario sollte den Investmentbanken zu Gute kommen. Jefferies war aber immer noch ein Drittel günstiger als vor der Coronakrise, obwohl sie zu den potenziellen Gewinnern der Krise gehörten. Wir kauften die Aktie und nun schlägt der verrückte IPO-Boom und das beste Jahr für Anleihenemissionen voll in die Erfolgsrechnung von Jefferies durch. Die nächste Frage ist: Wie kann es noch besser werden für Jefferies? In absehbarer Zeit scheint dies unmöglich. Das einfache Geld wurde in der Aktie gemacht, und wir sind mit 55% über sechs Monate sehr zufrieden; auch wenn die heutige Bewertung den Anschein gibt, dass wir einen Fehler machen. Oft muss man Zykliker verkaufen, wenn sie am günstigsten aussehen.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. Januar 2021

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Orell Füssli	Handel	6	-1.8%	5.6%
Compagnie Fin Trad	Finanzdienstl.	6	10.9%	4.4%
Bellevue Group	Finanzdienstl.	5	27.3%	12.5%
Peach Property	Immobilien	5	-4.7%	0.0%
Romande Energie	Elektrizität	5	2.2%	3.1%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Franklin Res	Finanzdienstl.	9	6.0%	4.3%
Pultegroup	Hausbau	9	14.1%	1.2%
JM Smucker	Nahrungsmittel	7	7.5%	3.0%
Aflac	Versicherungen	6	17.3%	2.5%
Discovery	Medien	6	8.3%	0.0%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Berkeley Group	Hausbau	8	4.6%	4.3%
Boliden	Bergbau	7	3.4%	2.3%
Rio Tinto	Bergbau	7	5.6%	4.9%
Phoenix Group	Versicherungen	6	4.8%	6.5%
UBS Group	Banken	5	-	5.2%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
China Res Cement	Baustoffe	9	15.8%	5.7%
MMK	Eisen & Stahl	9	8.3%	10.6%
Aspen Pharma	Pharma	8	6.4%	0.0%
Kumba Iron	Eisen & Stahl	8	7.7%	7.1%
Radiant Opto	Elektrocomp.	8	9.4%	7.3%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Fiore Gold	Kanada	9	18.6%	0.0%
Pan African Res	UK	9	2.3%	2.6%
Koza Altin	Türkei	8	13.6%	0.0%
Centerra Gold	Kanada	7	18.2%	1.3%
Dundee Precious	Kanada	7	10.8%	1.2%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MCH Group	Dienstleist.	-10	1.3%	0.0%
Ferrovial	Anlagenbau	-10	3.4%	2.3%
Veolia Environne	Wasser	-8	3.7%	2.4%
Airbus	Luftfahrt	-8	-6.8%	0.0%
General Electric	Konglomerat	-8	2.6%	0.4%

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-	11.1.2021	306.05	+5.4%
		EUR -R-	11.1.2021	182.64	+5.1%
		USD -R-	11.1.2021	211.75	+4.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex Funds – Multi Asset	CHF -S-	11.1.2021	102.03	+2.6%
		EUR -S-	11.1.2021	102.25	+2.2%
		USD -S-	11.1.2021	101.45	+1.3%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	11.1.2021	248.95	-1.7%
		USD -R-	11.1.2021	117.24	-2.6%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	11.1.2021	208.18	+1.7%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	11.1.2021	99.00	+4.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	11.1.2021	1.68	+4.3%
		CHF -3a-	11.1.2021	1.30	+4.3%

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

