



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

George Soros erklärt Umbrüche an den Finanzmärkten damit, dass sich manchmal eine grosse Lücke zwischen dem fundamentalen Trend und der vorherrschenden Marktmeinung (Prevailing Bias) bildet. Der fundamentale Trend kann längst gedreht haben, doch so lange niemand daran glaubt, reagieren die Kurse nicht darauf – bis sie es dann plötzlich umso schneller tun, wenn die vorherrschende Meinung kippt. Aktuell ist es faszinierend zu beobachten, wie dies in Sachen Inflation geschieht. Die Teuerung steigt und steigt – und der Markt steckt den Kopf weiter in den Sand, weil nicht sein kann, was nicht sein darf. In den USA betrug die Inflation zuletzt 5.4% gegenüber dem Vorjahr. Die allzu gern erzählte Geschichte vom «transitorischen» Wiedereröffnungsboom dürfte ins Wackeln kommen. Nimmt man die Monatsteuerung von 0.9% im Juni zum Masstab, zeichnet sich eine Jahresrate von rund 10% ab. Es sind nicht nur die Preise für Gebrauchtwagen, Hotels und Flugtickets, welche die Teuerung anheizen. Je länger je mehr beginnen auch trägere, aber gewichtigere Komponenten wie die Mieten zu steigen. Noch nie seit der Hochinflation von 1981 gaben so viele Unternehmen in den USA in der jüngsten NFIB-Umfrage die Absicht bekannt, ihre Preise erhöhen zu wollen. Eine weitere Beschleunigung der Teuerung ist deshalb wahrscheinlich. Die grosse Lücke zwischen Inflationstrend und Marktmeinung schafft eine günstige asymmetrische Ausgangslage für unsere Positionen in möglichen Inflationsgewinnern wie Bergbau- und Energietiteln.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Weniger Rauch, mehr Rendite	1
Aktien Plus Minus: Carter's und H&R Block	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Weniger Rauch, mehr Rendite

Tabakaktien waren das beste Langfristinvestment überhaupt. Sie sind derzeit wegen des Hypes um nachhaltiges Investieren sehr unpopulär und damit billig geworden. Doch wer durch die Rauchscheiden blickt, sieht einen Sektor, der sich rapide wandelt hin zu weniger schädlichen und profitableren Produkten. Wegen rigiden Anlagerestriktionen verschlafen viele Investoren den Umbruch.

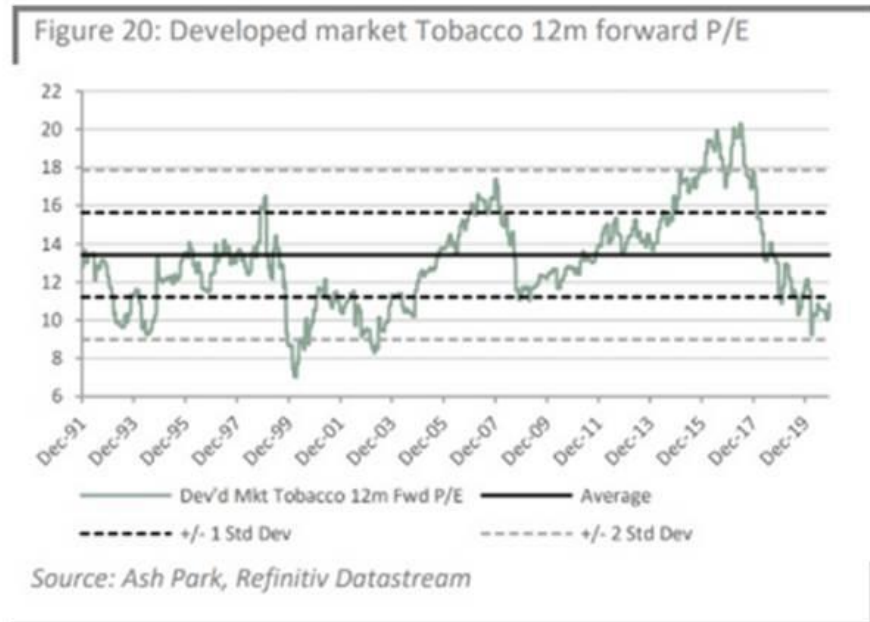
Was sind auf lange Sicht die idealen Voraussetzungen für ein hervorragendes Business? Ein Produkt, das ständig nachgefragt wird, dessen Herstellung wenig kapitalintensiv ist und sich über die Zeit auch wenig ändert. Ein oligopolistischer Markt mit hohen regulatorischen Hürden für neue Konkurrenten hilft natürlich auch.

Zigaretten waren und sind ein solches Produkt. Der Tabaksektor war denn auch mit Abstand das beste Investment des letzten Jahrhunderts. Gemäss dem Credit Suisse Investment Returns Yearbook war kein anderer Sektor von 1900 bis 2015 auch nur annähernd eine so profitable Anlage wie Tabaktitel. Aus einem Dollar im Jahr 1900 investiert, wurden bis 2015 satte 6.2 Millionen Dollar. Ein Investment in den US-Index hätte im selben Zeitraum «nur» 38'000 Dollar gebracht.

An der weit überlegenen langfristigen Rendite des Tabaksektors ändert auch die Underperformance der letzten paar Jahre wenig. Der Sektor musste jedoch wegen des Trends zu nachhaltigem Investieren ziemlich untendurch: Fundamental läuft das Geschäft, doch die Bewertungen der Aktien sanken. Nun werden die meisten Tabaktitel zu Preisen gehandelt, als wäre die Industrie im permanenten Niedergang.



Tatsächlich war der Tabaksektor nur vor der Jahrtausendwende ähnlich günstig wie heute. Damals bedrohten US-Sammelklagen mit exorbitanten Schadensersatzforderungen die Zigarettenhersteller. Ein umfassender Vergleich mit der amerikanischen Regierung beendete dann die Unsicherheit und führte zu einer Erholung der Bewertungen.



Die Grafik zeigt das geschätzte Kurs/Gewinnverhältnis (Forward P/E) der Tabakaktien im Verhältnis zum langfristigen Mittelwert. (Quelle: Ash Park, Refinitiv)

Die derzeit tiefe Bewertung beruht jedoch nicht nur auf der geringen Popularität des Sektors, sondern auch auf einem verbreiteten Irrtum: Die Anleger nehmen wegen der schlechten Presse an, dass die Branche sich im permanenten Niedergang befindet. Tatsächlich sinkt in den meisten Ländern die Zahl der verkauften Zigaretten seit Jahren. Doch die Umsätze und die Cashflows der Tabakkonzerne wachsen weiter. Wie ist das möglich?

Der Sektor wächst entgegen den Vorurteilen weiter

Die Umsätze bei traditionellen Zigaretten wachsen, weil die Rückgänge bei den verkauften Volumen durch Preiserhöhungen mehr als kompensiert werden können. Die unbestrittene Preismacht des Sektors wird sogar durch die hohen Tabaksteuern begünstigt: Ein Pack Zigaretten kostet den Konsumenten in vielen Ländern etwa 8 Euro oder Dollar. Davon sind aber rund Dreiviertel Steuern für den Staat. Wird der Endverkaufspreis von den Herstellern um moderate 2.5% oder 20 Cents auf 8.20 erhöht, so entspricht dies nach Abzug der Steuern einer Preiserhöhung von 20 Cents auf 2 Euro oder Dollar Marge für die Hersteller, also um satte 10% netto.

Vor allem aber wächst der Sektor wieder wegen der zahlreichen alternativen Produkten, die in den letzten Jahren auf den Markt kamen. Diese werden meist als „Produkte mit Reduziertem Risiko“ geführt (Reduced Risk Products oder RRP). Sie sind offensichtlich weniger schädlich als herkömmliche Zigaretten oder Zigarren, wenn auch die Resultate langfristiger Studien verständlicherweise noch nicht zur Verfügung stehen. Gleichzeitig bringen sie den Herstellern höhere Margen, da sie meist tiefer oder gar nicht besteuert werden, aber zu ähnlichen Preisen wie Zigaretten verkauft werden.

Der Sektor wandelt sich derzeit so schnell, dass unbeteiligte Beobachter schnell den Durchblick verlieren. Zudem bestehen Missverständnisse wie etwa die irriige Annahme, dass Raucher an Nikotin sterben. Nikotin ist jedoch ein relativ harmloses und schnell abbaubares, wenn auch süchtig machendes Nervengift. Raucher greifen wegen des Nikotins zu Zigaretten, sterben jedoch an Krebs wegen Verbrennungsprodukten wie Teer

und Formaldehyd. Deshalb geben wir einen kurzen Überblick über die bestehende Palette an alternativen Produkten zu Zigaretten:

- Bei **E-Zigaretten** wird eine nikotinhaltige Flüssigkeit in einem Stift elektrisch erhitzt und der Dampf inhaliert. Man spricht deshalb auch von «Dampfen» oder «Vaping». Weil kein Tabak verbrannt wird, gelangen weniger Teer und andere krebserregende Stoffe in die Lunge. Die Betonung liegt auf weniger: Auch bei E-Zigaretten sind noch krebserregende Stoffe enthalten, die langfristig schädlich sein können. Ausserdem können die Aerosole des Dampfens die Lunge direkt schädigen.
- Bei **Heated Tobacco** wird Tabak in einem speziellen Stift nicht verbrannt, sondern nur erhitzt, so dass sich das Nikotin in verdampfter Form inhalieren lässt. Das populärste Produkt ist IQOS von Philip Morris. Geschmack und Erlebnis gleichen am ehesten demjenigen herkömmlicher Zigaretten, weshalb der Umstieg für viele Raucher leichtfällt. Gemäss Studien von Philip Morris gelangen mit IQOS rund 95% weniger Schadstoffe in die Lunge als bei Zigaretten. Heated Tobacco ist also auch nicht risikolos, die Gefahr ist aber logischerweise wesentlich geringer.
- **Snus oder oraler Tabak** haben in Skandinavien, den USA und anderen Ländern eine lange Tradition. Getrockneter Tabak wird mit Salzen und Geschmacksstoffen in ein Beutelchen gepackt, das unter die Oberlippe geschoben wird. Dann wird das Nikotin über die Schleimhäute aufgenommen. Auch Snus ist nicht völlig ungefährlich und kann Krebs oder Rachenentzündungen verursachen. Da jedoch keine Verbrennungsprodukte entstehen, ist die Krebsgefahr massiv tiefer. Dies zeigt nicht zuletzt die nur rund halb so hohe Rate von Lungenkrebstoten in Schweden, wo Snus weit verbreiteter ist als Zigaretten. In Schweden rauchen nur rund 5% der Bevölkerung, die mit Abstand tiefste Quote in der EU. Über 20% nehmen dafür regelmässig Snus. Eine Studie schätzt, dass die EU rund 100'000 Tabaktote im Jahr vermeiden könnte, würde sie das schwedische Modell mit Snus statt Zigaretten adaptieren. Unsinnigerweise ist jedoch der Verkauf von Snus und allem oralen Tabak in der EU verboten.
- **Nikotinbeutel** oder englisch «Nikotin Pouches» sind das neuste und vielversprechendste alternative Produkt. Es sind kleine Päckchen mit nikotinhaltigen Salzen und Geschmacksstoffen, die wie Snus unter die Oberlippe geschoben werden. Sie enthalten jedoch gar keinen Tabak mehr. Die Idee dahinter ist, schädliche Reaktionen von Tabak über die Schleimhäute ganz zu vermeiden und gleichzeitig das Verbot von oralem Tabak in der EU zu umgehen. In vielen Ländern ist der Rechtsstatus der Nikotinbeutel noch ungeklärt oder sie wurden pauschal verboten. Ein deutsches Gericht hat den Verkauf von Nikotinbeuteln kürzlich untersagt, weil sie zwar kein orales Tabakprodukt sind, aber mit Nikotin angereicherte Lebensmittel, welche Grenzwerte für Lebensmittel überschreiten würden.

Es braucht wenig wissenschaftlichen Sachverstand und nur eine kurze Sichtung der Datenlage, um zum Schluss zu gelangen, dass alle diese alternativen Produkte tatsächlich weniger gesundheitsschädlich sein sollten als Zigaretten. Ein Umstieg möglichst vieler Raucher wäre gesundheitspolitisch zu begrüssen. Die Regulatoren müssten deren Absatz eigentlich sogar aktiv fördern.

Die Argumente der Gegner von Alternativen

Gleichwohl sträuben sich viele Politiker und Regierungen meist aus zwei Gründen dagegen: Erstens sind viele von der Vorstellung geleitet, die Zahl der Nikotinabhängigen, egal in welcher Form, müsse mit Steuern und Verboten auf null runtergebracht werden. Nach dieser eher puritanischen Ansicht muss natürlich auch der Konsum von Alkohol, Kaffee oder raffiniertem Zucker auf null gedrückt werden. Neben der moralischen Frage, ob

diese Bevormundung der Bürger wirklich die Aufgabe des Staates ist, stellt sich in der Praxis auch das Problem, dass Prohibition trotz bestehender Nachfrage letztlich nur Geschäftschancen für das organisierte Verbrechen schafft: Sei es bei harten Drogen, Zigarettschmuggel oder der missglückten Alkohol-Prohibition in den USA der 1920er und 1930er Jahre.

Das zweite Argument gegen alternative Produkte besteht darin, dass deren geringere Gefährlichkeit eher zum Neueinstieg in die Nikotinsucht ermuntert. Der Einstieg in Alternativprodukte wird zudem gerade für Jugendliche durch Geschmackssorten wie Erdbeere, Espresso oder Minze erleichtert.

Dieses Argument kann man vertreten. Doch auch hier lässt sich als Gegenargument anführen, dass Jugendliche besser relativ unschädlichen Nikotinprodukten verfallen anstatt echten Zigaretten oder harten Drogen, dem Medikamentenmissbrauch oder dem Alkohol.

Für die Tabakkonzerne sind rauchfreie Produkte auf jeden Fall eine Chance, die gesundheitlichen Folgen der Nikotinsucht zu verringern und ihr Image zu verbessern. Zu Ende gedacht, müssten Branchenvertreter wie Philip Morris sogar eine Topposition in jedem ESG-Fonds sein: Der US-Konzern hat sich zum Ziel gesetzt, sämtliche seiner Kunden vom Rauchen zu Heated Tobacco zu bringen. Dies würde langfristig wohl viele Tausend Tote jedes Jahr verhindern.

Fonds, denen es ernst ist mit relativer Weltverbesserung durch ESG, müssten in Sachen Tabaktitel nochmal über die Bücher. Stattdessen wird lieber mit rigiden und teilweise sehr amerikanisch-puritanischen Ausschlusskriterien gearbeitet: Tabak, Alkohol oder Glücksspiel sind böse, Technologietitel wie Facebook und Google dagegen immer gut.

Eine grosse Chance für pragmatische Investoren

Aus unserer Sicht als pragmatische Investoren sind die neuen alternativen Produkte eine gute Chance auf mehr Gewinnwachstum und zugleich wieder höhere Bewertungen bei Tabaktiteln. Hinzu kommen altbewährte Stärken wie Preismacht in der angelaufenen Inflation und generell wenig Kapitalbedarf für Investitionen. Werbeverbote für Tabakprodukte verstärken zudem faktisch die Position der etablierten Anbieter, da sie neuen Konkurrenten den Markteintritt massiv erschweren.

Die Wallstreet und viele Institutionelle Investoren scheinen den Trend zu alternativen Produkten in der Tabakindustrie völlig zu verschlafen. Mit unserem Quantex Global Value Fund sind wir dagegen praktisch über den ganzen Sektor investiert: Von relativ trägen, aber sehr günstigen Tabakkonzernen wie Imperial Brands und Korea Tobacco über Altria und BAT bis hin zu Vorreitern des Sektorwandels wie Philip Morris und Swedish Match, die eine höhere Bewertung aufweisen. Wo weniger Rauch ist, ist mehr Rendite möglich. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Carter's



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

Carter's wurde 1865 gegründet und ist mit einem Marktanteil von 13% der grösste Hersteller von Babykleidern in den USA. Sowohl in den eigenen Läden, aber auch über Detailhändler wie Target, JC Penny und Amazon, vertreiben sie ihre Ware. Ähnlich wie bei Haustieren sind die Leute beim Einkaufen für Babies viel weniger preissensitiv als bei sich selbst. Dieses Verhalten lässt sich gut in der Krisenresistenz und den Margen von Carter's ablesen. Das Geschäft ist profitabler, aber weniger zyklisch als der Verkauf herkömmlicher Kleider. Auch die sinkenden Geburtenraten hatten bis heute keinen Einfluss auf die Firma. Corona setzte dem Geschäft jedoch zu, weil viele Verkaufsflächen geschlossen waren. Der Umsatz erholt sich jetzt aber wieder.

Carter's ist ein durchwegs simples Business mit organischem Wachstum, tiefen Kapitalkosten und einer sinnvollen Kapitalallokationspolitik: nichts Spannendes, aber genau das, was wir suchen.

– H&R Block



Moritz Nebel
Aktienanalyst

Im Juni haben wir uns von den Aktien des US-amerikanischen Steuerberatungskonzerns H&R Block getrennt. Die Aktie war nur ein knappes halbes Jahr im Portfolio des Quantex Global Value, da der Kurs in kurzer Zeit auf unseren fairen Wert gestiegen ist. Das Investment zeigt uns mal wieder, wie lukrativ unbeliebte Value-Aktien, die keiner haben will, sein können. Das Geschäft von H&R Blocks stagniert seit Jahren und dementsprechend verhasst ist die Firma an der Börse. Auch wir waren nicht begeistert, als wir das Unternehmen analysierten. Doch die sehr tiefe Bewertung (zum Kaufzeitpunkt betrug die normalisierte freie Cashflow-Rendite 15%) und das insgesamt stabile Geschäft führten letztendlich zu unserer Kaufentscheidung. Nach dem Kursanstieg von 60% können wir keine Fehlbewertung von H&R Blocks mehr erkennen und haben die Aktie verkauft.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. Juli 2021

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Julius Baer Group	Banken	7	-	3.6%
Bellevue Group	Finanzdienstl.	6	33.4%	10.2%
Mikron	Maschinen	5	21.0%	0.0%
Dottikon ES	Chemie	4	0.9%	0.0%
Roche	Pharma	4	4.6%	2.6%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Franklin Res	Finanzdienstl.	8	6.9%	3.5%
Pfizer	Pharma	8	5.5%	3.9%
KeyCorp	Banken	7	-	3.7%
Pultegroup	Hausbau	7	11.3%	1.0%
Prudential	Versicherungen	6	-15.7%	4.5%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
BHP	Bergbau	8	5.4%	5.2%
Boliden	Bergbau	8	9.2%	4.3%
Persimmon	Hausbau	8	9.2%	6.4%
FreeNet	Telekomm	7	9.9%	8.5%
Signify	Elektrocomp.	7	11.2%	5.3%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Impala Platinum	Platin	11	16.5%	5.3%
MMK	Eisen & Stahl	10	24.4%	9.2%
Pax Global Tech	Computer	10	11.1%	3.0%
Polyplex	Chemie	10	8.7%	3.2%
Sri Trang Agro	Materialien	10	14.4%	10.1%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Atalaya	Zypern	10	11.4%	0.0%
Pan African Res	UK	8	5.0%	3.9%
West African Res	Australien	6	4.9%	0.0%
Dundee Precious	Kanada	5	20.0%	1.9%
Polyus	Russland	4	7.6%	4.3%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Las Vegas Sands.	Hotellerie	-8	-4.7%	0.0%
London Stock Exch.	Finanzdienstl.	-8	2.1%	0.9%
IWG	Dienstleist.	-8	7.1%	0.0%
Resolute Mining	Goldbergbau	-7	-4.5%	0.0%
Stadler Rail	Industrie	-5	-9.7%	2.2%

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-	12.7.2021	360.80	+24.3%
		EUR -R-	12.7.2021	213.27	+22.7%
		USD -R-	12.7.2021	242.96	+19.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex Funds – Multi Asset	CHF -S-	12.7.2021	112.63	+13.2%
		EUR -S-	12.7.2021	112.73	+12.7%
		USD -S-	12.7.2021	108.98	+8.8%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	12.7.2021	240.92	-4.9%
		USD -R-	12.7.2021	110.49	-8.2%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	12.7.2021	227.67	+11.2%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	12.7.2021	106.15	+12.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	12.7.2021	1.84	+14.1%
		CHF -3a-	12.7.2021	1.43	+14.1%

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

WWW.QUANTEX.CH

