



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Während der Euro-Krise waren wir als gewissenhafte Fondsmanager stets begierig, die neusten Updates zum europäischen Rettungsschirm für Griechenland zu bekommen – und lasen deshalb online fleißig die Bild-Zeitung... Kein Witz, während auf anderen Medienportalen auch nach dem dritten Durchlesen für uns nicht verständlich war, was nun wieder beschlossen wurde, gelang es der Bild jeweils mit wenigen Sätzen, auch uns Analphabeten in Regierungssprech klar zu machen, wer neuerdings wie und was für wen zahlt. Ganz ähnlich verhält es sich mit der laufenden Inflationswelle. Während die meisten Medien seitenweise Analysen von Lieferketten, dem Wetter in Brasilien und der Auslastung des Arbeitsmarktes im Sinne der Phillips-Kurve produzieren, bringt es das deutsche Boulevard-Blatt auf den Punkt: 1. Die EZB sollte die Stabilität des Euro sicherstellen. 2. Mit Zinserhöhungen hätte sie ein Instrument dazu. 3. Sie will die Zinsen jedoch nicht erhöhen, weil sie damit die südeuropäischen Staatsfinanzen rasch wieder in die Krise stürzen würde. Mehr gibt es zu dem Thema eigentlich nicht zu sagen: Die EZB hat die Wahl zwischen Hochinflation und der Euro-Krise 2.0. Etwas schwieriger ist die Frage, welche Anlage nun die beste Reaktion darauf ist. Für das Inflationsszenario sind traditionell Ölk Aktien gut. Diese sind weiterhin erstaunlich günstig bewertet, weil der Markt offenbar nicht an die Inflation glaubt. Erhöht die EZB doch noch die Zinsen und die nächste Krise kommt, dann dürfte dagegen Cash in Schweizer Franken einmal mehr ein guter Schutz sein. Wir halten im Multi Asset Fund viel von beidem.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Das informelle Öl-Kartell.....	1
Aktien Plus Minus: Petrobras und St Barbara	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Das informelle Öl-Kartell

Die Erkenntnis des Herbstes 2021: Ohne fossile Brennstoffe geht es noch lange nicht. Das totgesagte Ölgeschäft ist der beste Sektor des Jahres. Die Energiewende wird länger dauern und viel teurer als angepriesen. Der Druck der ESG-Aktivistinnen und der Politik dürfte die laufende Öl-Hausse sogar verlängern.

Der Präsident der Vereinigten Staaten bittet die Saudis und Russen am Rande des Weltklimagipfels um eine Steigerung der Ölförderung – mehr Satire geht nicht. Joe Biden drohte der Opec+ sogar mit Konsequenzen, falls sie nicht umgehend die Förderquoten erhöhten. Gleichzeitig predigte die Biden-Administration in Glasgow vollmundig die Energiewende. Wie die Financial Times berichtet, hat das Weisse Haus kürzlich einige US-Produzenten direkt kontaktiert und danach gefragt, wie schnell sie die Förderung erhöhen können – dieselbe Biden-Administration, welche zuvor Genehmigungen für Pipelines und neue Bohrungen auf staatlichem Land verweigerte.

Natürlich steigt mit dem Preis an der Zapfsäule der Druck auf die Politiker, etwas dagegen zu tun. In Deutschland wurden bereits Rabatte auf die Mineralölsteuer ins Spiel gebracht. Frankreich und Italien verteilen Geld an die ärmeren Haushalte, damit sie sich die Gasrechnungen noch leisten können. Vor dem Hintergrund der stark steigenden Inflation sind die Preisanstiege bei Öl und Gas doppelt ungemütlich.

Mit dem Ölausstieg läuft es in etwa wie mit dem Atomausstieg: Er wird vollmundig angekündigt, die Produzenten werden unter Druck gesetzt – und dann merkt man, dass man doch noch nicht ohne leben kann.



Ungewohnte Förderdisziplin dank ESG

Die Rechnung wurde ganz ohne den Konsumenten gemacht. Die weltweite Ölnachfrage stieg gemäss BP bereits wieder auf das Vorkrisen-Niveau von über 100 Millionen Fass am Tag. Dabei sind weder alle Länder noch der Flugverkehr vollständig geöffnet.

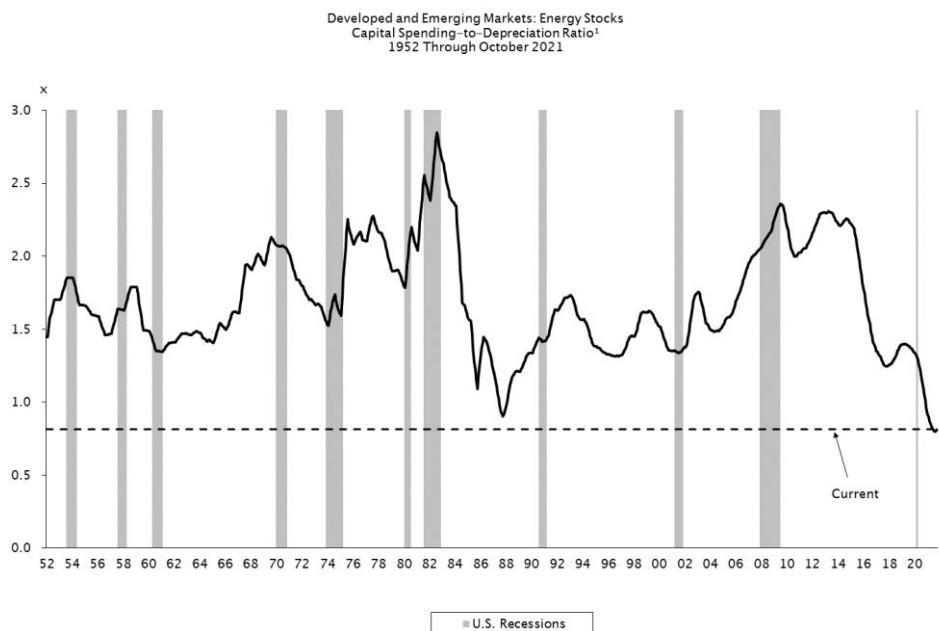
Permanent höhere Ölpreise und damit der Anreiz, weniger zu verbrauchen, wären eigentlich ein Teil der Lösung des Klimaproblems. Der grosse Ölpreis-Schock von 1973/74 führte zu zahlreichen Effizienzsteigerungen und einem bis heute anhaltenden Nachfragerückgang in Industrieländern wie Deutschland, Japan oder der Schweiz.

Aber die Politiker haben nicht das Rückgrat, dem Wähler zu sagen, dass mit der Energie- wende alles teurer wird und es letztlich auf Konsumverzicht hinausläuft. Also werden Elektroautos subventioniert und Druck auf die Ölkonzerne – immer ein dankbarer Böse- wicht – gemacht, weniger Öl zu pumpen. Und dann werden die Saudis und Russen hin- ten rum angefleht, mehr Öl und Gas zu liefern, wenigstens noch bis zur nächsten Wahl.

Doch Joe Biden und die ESG-Aktivisten haben etwas erreicht, was bis jetzt niemand ge- schafft hat: Den Ölfirmen mehr Disziplin bei den Investitionen beizubringen. In vergan- genen Zyklen verhielten sich die Branchenvertreter bei steigenden Ölpreisen etwa so diszipliniert wie Dreijährige bei den Geschenken unter dem Weihnachtsbaum.

In diesem Zyklus bei Öl über 80 Dollar je Fass aber verharren die Kapitalausgaben auf Tiefstständen: Weniger als 400 Milliarden Dollar werden dieses Jahr für die Erschlies- sung neuer Öl- und Gasfelder ausgegeben. Auf dem Top des Shale-Booms im Jahr 2014 waren es satte 1000 Milliarden Dollar. Gemäss den Analystenschätzungen werden die Investitionen auch die nächsten Jahre unter 400 Milliarden bleiben.

Damit investiert die Ölindustrie derzeit weniger, als sie jährlich auf alten Investitionen abschreibt. Ein Zustand, der bisher nur einmal in den letzten 70 Jahren erreicht wurde, während des grossen Öl-Crashes Mitte der 1980er Jahre (siehe Grafik).



Source: Empirical Research Partners Analysis.
¹ Aggregate data smoothed on a trailing six-month basis. U.S. data are used as a proxy prior to 1988.

Die Grafik zeigt die Kapitalinvestitionen aller Öl- und Gasaktien im Verhältnis zu den Abschreibungen seit 1952. Momentan wird so wenig investiert wie niemals zuvor. (Quelle: Empirical Research)

Die Ausgabendisziplin führt in Kombination mit den hohen Ölpreisen zu einer Flut an Free Cashflow bei den Produzenten. Gemäss der Datenbank von Empirical Research weist der Sektor derzeit die höchsten Free-Cashflow-Margen seiner Geschichte bis zu- rück ins Jahr 1952 auf.

Investitionen unter der Abschreibungsrate implizieren zudem eine weltweit stark fallende Ölproduktion in den nächsten Jahren. Empirical Research hat mit Schätzungen der International Energy Agency (IEA) ausgerechnet, dass das heutige Investitionsniveau der Ölfirmen dem Weg zu Netto-Null beim Kohlendioxid-Ausstoss im Jahr 2050 entspricht. Ein solches Netto-Null-Szenario würde jedoch neben dem fehlenden politischen Rückhalt – man braucht nur Joe Biden zu fragen – jährliche globale Cleantech-Investitionen von 3500 Milliarden bedingen. Das ist mehr als die gesamten Kapitalausgaben aller Unternehmen der Welt zusammen. Damit wird auch die wirtschaftliche Unmöglichkeit des Netto-Null-Szenarios offensichtlich – ausser man ist plötzlich bereit zum radikalen Konsumverzicht.

Unter dem realistischeren Szenario einer schrittweisen Reduktion des Kohlendioxid-Ausstosses bis 2050, dem so genannten «Stated Policy Scenario» bereits geplanter Schritte, müsste die Ölindustrie jedoch jährlich immer noch doppelt so viel investieren, wie sie es heute tut. Zukünftige Knappheit bei Öl und Gas ist damit praktisch für Jahre garantiert.

Ob auf Druck der ESG-Aktivisten oder aus Frust über den letzten fehlgeschlagenen Investitionsboom, die Ölfirmen nutzen den momentanen Geldsegen lieber für Dividenden, Aktienrückkäufe und Schuldentrückzahlungen. Das dürfte nicht immer so bleiben, der Anreiz neuer Investitionen in die Förderung ist einfach zu gross. Doch momentan können wir den sprudelnden Free Cashflow zu erstaunlich tiefen Bewertungen kaufen – dem Hype ums umweltfreundliche Investieren sei Dank!

Das neue Opec+ESG Kartell

Aus dem Trend ist unbeabsichtigt eine Art neues Öl-Kartell entstanden: Das Opec-Kartell hatte seine Blütezeit in den 1970er Jahren, als die Vereinigung mehrheitlich arabischer Produzentenländer den Ölpreis in ungeahnte Höhen trieb. Als Reaktion darauf erhöhten westliche Länder ihre eigene Förderung massiv, zum Beispiel in der damals neu erschlossenen Nordsee. Die Macht des Kartells wurde gebrochen und die Opec wurde mehr und mehr zu einem bedeutungslosen Papiertiger. Der Niedergang beschleunigte sich mit der Fracking-Revolution in den USA, welche die Ölförderung Amerikas mehr als verdoppelte. Die USA wurden von Ölimporten so wenig abhängig wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Der Zusammenschluss zur Opec+ mit Russland erfolgte als Reaktion auf die schlechte Marktsituation.

Mit dem Druck von ESG-getriebenen Investoren und Aktivisten auf die westlichen Ölfirmen sind diese nun aber informell Teil des neuen globalen Öl-Kartells geworden. Auch wenn es keine Quotenvorgaben der Opec gibt: So lange Shell, BP, Exxon und Konsorten sich kaum noch trauen, mehr Geld für neue Förderung auszugeben, erfüllt die neue Opec++ oder Opec+ESG ihren Zweck.

Für den Durchschnittsverdiener und die meisten Wähler in westlichen Staaten geht damit die Rechnung aber nicht auf. Energiekosten machen einen grösseren Teil der Ausgaben ärmerer Haushalte aus als der Reichen. Gleichzeitig stellen sich die Notenbanken in Sachen Zinserhöhungen und Inflationsbekämpfung weiterhin taub. Tiefe Zinsen treiben vornehmlich Vermögenswerte wie Immobilien und Aktien in die Höhe. Energieinflation für die Armen und Asset Inflation für die Reichen scheint jedoch eine Formel, mit der sich kaum noch Wahlen gewinnen lassen. Das neue informelle Öl-Kartell birgt politische Sprengkraft. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ Petrobras ADR

Im Oktober haben wir für den Quantex Global Value und den Multi Asset Fund Aktien des brasilianischen Ölkonzernes Petrobras gekauft. Als die Firma in unseren Screenings auftauchte, waren wir wenig begeistert, denn in der Vergangenheit hatte das Unternehmen alle Attribute, die wir nicht mögen: Eine hochverschuldete Bilanz, Verwicklungen in die Politik, wenig freien Cash-Flow und kaum Ausschüttungen an die Aktionäre. Bei der Analyse zeigte sich jedoch Erstaunliches. Die Firma, 2014 noch mit über 100 Milliarden US-Dollar überschuldet, hat die Bilanz massiv auf nur noch 25 Milliarden Nettoschulden verbessert. Bedingt durch einen günstigen Ölfund mit sehr tiefen Förderkosten vor der Küste Brasiliens und generellen Kosteneinsparungen ist Petrobras zudem viel profitabler geworden. Nach der Entschuldung der Bilanz hat das Management jetzt ausserdem eine attraktive Dividendenpolitik kommuniziert. Für 2021 schüttet Petrobras 12 Milliarden Dollar aus. Auf den heutigen Kurs bedeutet das eine Dividendenrendite von 20%! Gegen das Risiko von Eingriffen seitens der brasilianischen Regierung, die die Mehrheit der Petrobras Aktien hält, bietet die absurd tiefe Bewertung (die freie Cash-Flow Rendite beträgt über 35%) unserer Meinung nach eine ausreichende Sicherheitsmarge und macht die unbeliebte Aktie daher für uns zu einem Kauf.



Peter Frech
Fondsmanager

– St Barbara

Bergbau ist ein schwieriges Geschäft, bei dem öfters etwas schiefgeht. Bei St Barbara ist der ganze schöne Free Cashflow in kurzer Zeit dahingeschmolzen: Die Förderkosten der inzwischen 1600 Meter tiefen Gwalia-Mine in Australien steigen schon lange. Nun enttäuschen die beiden anderen Minen in Kanada und bei Papua-Neuguinea ebenso. Beide erfordern zudem grössere Investitionsausgaben über die nächsten Jahre. In Kanada verzögert sich zudem einmal mehr die Bewilligung für den Ausbau der Produktion. Höhere Kosten und höhere Kapitalausgaben bedeuten, dass es bei St Barbara für geraume Zeit keinen Free Cashflow mehr gibt. Natürlich kann man auf einen höheren Goldpreis hoffen, welcher den operativen Mittelfluss der Firma erhöhen würde. Doch es gibt genügend Alternativen im Sektor, welche davon auch profitieren und heute weiterhin viel Free Cashflow und Dividenden liefern. Es gibt deshalb wenig Grund, nach dem Prinzip Hoffnung an der Aktie festzuhalten.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. November 2021

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Cavazzi	Maschinen	7	13.8%	4.8%
Bellevue Group	Finanzdienstl.	6	11.5%	9.3%
Tornos	Maschinen	6	32.1%	0.0%
UBS Group	Banken	6	-9.9%	3.0%
TX Group	Medien	5	0.2%	0.0%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pfizer	Pharma	8	7.3%	3.2%
Gilead Sciences	Biotech	7	9.1%	4.2%
Franklin Res	Finanzdienstl.	6	4.7%	3.1%
Goldman Sachs	Banken	6	-6.0%	1.4%
Tyson Foods	Nahrungsmittel	6	6.9%	2.2%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
PKN Orlen	Öl & Gas	8	8.4%	4.0%
OMV	Öl & Gas	7	8.9%	3.4%
AP Moller Maersk	Fracht	7	24.1%	1.7%
Ipsen	Pharma	7	10.0%	1.2%
Man Group	Finanzdienstl.	7	8.0%	3.5%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pax Global Tech	Computer	10	8.1%	3.3%
MMK	Eisen & Stahl	10	50.6%	11.5%
Hannstar Display	Elektronik	10	38.3%	3.1%
Regional Container	Fracht	10	28.4%	3.7%
Lukoil	Öl & Gas	9	8.2%	3.7%

	Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Goldminen	Atalaya	Zypern	10	13.9%	7.6%
	West African Res	Australien	9	9.5%	0.0%
	Argonaut Gold	Kanada	7	-2.1%	0.0%
	Pan African Res	UK	7	6.4%	3.9%
	Dundee Precious	Kanada	6	17.6%	1.8%

	Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Achtung, gefährliche Bewertungen!	Las Vegas Sands	Hotellerie	-9	-2.7%	0.0%
	Vestas Wind	Altern. Energie	-9	1.6%	0.8%
	Wynn Resorts	Hotellerie	-8	-4.5%	0.0%
	Gol	Fluglinien	-8	-6.5%	0.0%
	Hochdorf Holding	Nahrungsmittel	-7	-4.1%	0.0%

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-	12.11.2021	366.50	+26.2%
		EUR -R-	12.11.2021	222.47	+28.0%
		USD -R-	12.11.2021	244.80	+20.4%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	12.11.2021	115.33	+15.9%
		EUR -S-	12.11.2021	118.53	+18.5%
		USD -S-	12.11.2021	110.69	+10.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	12.11.2021	270.51	+6.8%
		USD -R-	12.11.2021	123.12	+2.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	12.11.2021	235.07	+14.8%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	12.11.2021	107.85	+13.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	12.11.2021	1.91	+18.6%
		CHF -3a-	12.11.2021	1.48	+18.6%

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

