QUANTEX WERTE
Der monatliche Anlegerbrief

Ausgabe Nr. 81
April 2022

Peter Frech
Fondsmanager

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Value-Aktien und Inflation 1
Aktien Plus Minus: Inditex..... 4
Quant-Corner 5
Über Quantex..... 7

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

«Es gibt Jahrzehnte, in denen nichts passiert; und Wochen, in denen Jahrzehnte passieren.» Dieses Lenin zugeschriebene Zitat beschreibt wohl treffend, wie wir derzeit alle von den Ereignissen überrollt werden: Deglobalisierung und Selbstversorgung werden plötzlich angestrebt, Zinswende und Inflation sind schon da und selbst eine Eskalation des Kriegs in der Ukraine zum Dritten Weltkrieg mit der Achse Russland-China ist inzwischen denkbar. Nur die generelle Sorglosigkeit am Aktienmarkt besteht weiterhin. Es könnte doch vielleicht wirklich sein, dass sich die Gewinnmargen der Unternehmen in den nächsten Jahren nicht mehr so gut entwickeln wie in den vergangenen zwei Jahrzehnten? Wie eine Analyse von Empirical Research ergibt, waren die grössten drei Treiber der rekordmässigen Margenexpansion die Globalisierung der Lieferketten, tiefere Steuerraten und fallende Zinsen. Wobei interessanterweise die fallenden Zinsen der stärkste Gewinntreiber waren. Die Zinswende wird weh tun, die Deglobalisierung auch. Da bleibt den Aktienbullen eigentlich nur noch die Hoffnung auf weiter fallende Unternehmenssteuern… Nach drei Jahrzehnten mit stetigen «Friedensdividenden» waren wir wohl alle etwas eingelullt vom langsamen Gang der Ereignisse. Ständig tiefere Zinsen führten auch zu einer Entschleunigung des Investitionsgeschehens. Doch jetzt gilt es, umso rascher aufzuwachen und nicht die Augen vor der neuen Realität zu verschliessen. Patentrezepte für die neue Welt haben wir auch keine. Doch richtige Diversifikation mit Inflationsschutz und ein bewährter Value-Ansatz sind zumindest ein Anfang.

Titelgeschichte

Value-Aktien und Inflation

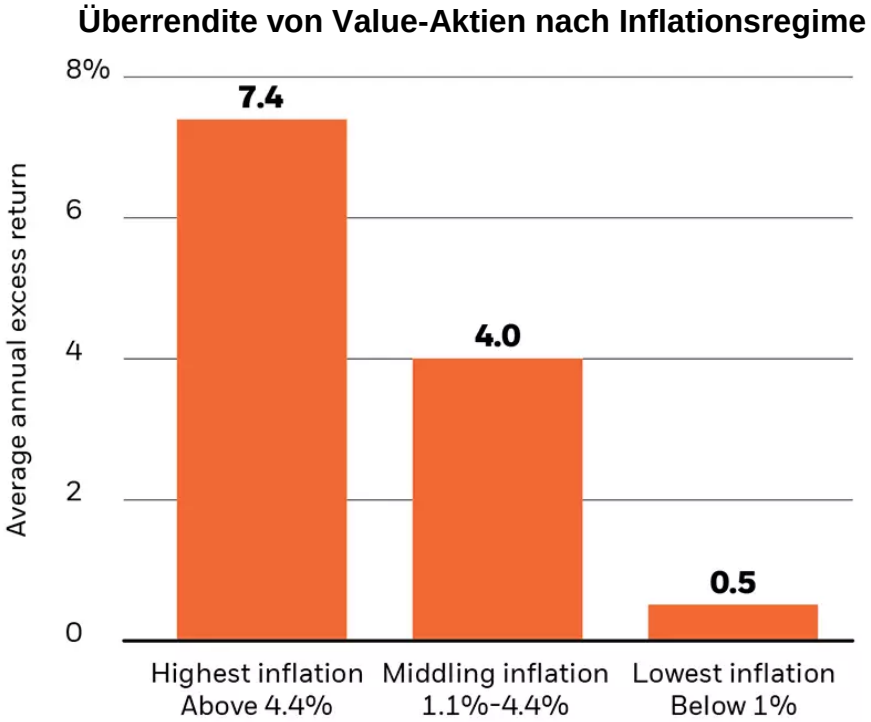
Zeit ist Geld. Wenn die Kaufkraft der Anleger wegen der Inflation dramatisch schwindet, verkürzt sich ihr Zeithorizont, um auf das Geld aus Investitionen zu warten. Es ist deshalb nur natürlich, dass hoch bewertete Zukunftsaktien mehr unter der steigenden Inflation leiden als günstige Value-Titel.

Langsam aber sicher verlieren die Anleger die Geduld mit unprofitablen Firmen: Die Aktien von Food-Lieferdiensten wie Just Eat, Deliveroo oder dem DAX-Neuling Delivery Hero sind seit Jahresbeginn um bis zu 60% gefallen. Abgesehen von dem fragwürdigen Geschäftsmodell dieser Unternehmen, das selbst im idealen Umfeld der Pandemie nie schwarze Zahlen brachte, sind weiterreichende Kräfte am Werk. Auch Biotechs, CleanTechs und andere Startups ohne Gewinne werden vom Markt derzeit brutal abgestraft. Der Nasdaq-Index gehört dieses Jahr zu den schlechtesten Börsen überhaupt.

Angesichts steigender Inflation und Zinsen ist das kein Wunder: Wer mag schon Jahre oder gar Jahrzehnte auf Gewinne und Dividenden warten, wenn das Leben immer teurer wird? Auch wenn die Notenbanken mit Zinserhöhungen hoffnungslos hinter der Inflationsrate herhinken, brauchen Investoren und Firmen wegen der Inflation zunehmend mehr Geld im hier und jetzt, um ihre Ausgaben zu decken. Die Discountrate steigt. Cashflows in der fernen Zukunft werden entsprechend weniger Wert als in einem Umfeld von Nullzinsen und tiefer Inflation, wie wir es das letzte Jahrzehnt hatten. Die Folgen des Regimewechsels sind weitreichend und werden erst jetzt langsam in den Markt eingepreist.

QUANTEX AG

Eine langfristige Studie von Blackrock zeigt diesen Effekt eindrücklich: In Phasen der Hochinflation war die Outperformance des Value-Stils jeweils am grössten (siehe Grafik unten). Tiefe Teuerungsraten und Zinsen dagegen waren tendenziell gut für Wachstumsaktien, wie die letzten Jahre eindrücklich zeigten.



Durchschnittliche Mehrrendite von amerikanischen Value-Aktien gegenüber dem Markt in Phasen unterschiedlicher Inflationsraten seit 1927. Value-Aktien performten historisch am besten bei hohen Inflationsraten über 4.4%. (Quelle: Blackrock)

Während die relative Outperformance von günstigen Value-Titeln in der Vergangenheit eindrücklich war, stellt sich jedoch auch die Frage nach der absoluten Performance von Aktien bei hoher Inflation. Hier gibt es zwei gegenläufige Kräfte: Auf der einen Seite profitieren Aktien als Sachwerte von der Inflation insofern, als dass ihre nominalen Umsätze und Cashflows mehr wachsen. Vor allem, wenn das Unternehmen über eine gute Marktstellung und Preismacht verfügt. Auf der anderen Seite drücken jedoch die steigenden Zinsen auf die Bewertungen der Aktien.

Sind Aktien generell ein guter Inflationsschutz?

Die von einigen prominenten Proponenten der Aktie als alternativlose Anlage vertretene These, dass Dividendenpapiere als Sachwerte von steigender Inflation sogar profitieren, würden wir auf Grund der historischen Erfahrungen bestreiten. In der Hochinflationsphase der 1970er Jahre stagnierten die Aktienmärkte, obwohl die Gewinne der Unternehmen nominal zulegen konnten.

In Ländern mit heute hoher zweistelliger Inflation wie etwa der Türkei oder Argentinien sind die Bewertungen der Aktienmärkte durchs Band viel tiefer. Die Leute brauchen mehr Cash für ihren Lebensbedarf und die Unternehmen zur Finanzierung ihrer Wareneinkäufe – immer weniger haben entsprechend Lust oder die Möglichkeit, auf lange Sicht zu investieren. Auch langlaufende Kredite und Hypotheken gibt es irgendwann nicht mehr. In Argentinien ist es generell üblich, sogar Hauskäufe gegen Barzahlung abzuwickeln. Entsprechend tiefer sind auch die Bewertungen der Immobilien.

Eine davon ausgehende häufige Frage dieser Tage ist: Können hochprofitable Firmen mit unbestrittener Preismacht wie etwa Microsoft oder Apple als Inflationsschutz dienen

oder sogar von steigender Teuerung profitieren? Auf Grund der historischen Erfahrung in vergangenen Inflationsphasen würden wir dies eher verneinen. Technologietitel waren in der Hochinflation eine der schlechtesten Anlagen überhaupt (siehe Quantex Werte März 2022) Dies lässt sich indirekt auch aus der obigen Grafik von Blackrock ableiten: Wenn Value-Aktien in Phasen hoher Inflation relativ zum Gesamtmarkt am besten abschneiden, bedeutet dies auch, dass Wachstumstitel entsprechend deutliche Underperformer sein müssen.

Die Ausgangslage für Anleger ist heute entsprechend wenig rosig: Aktien und Immobilien sind immer noch hoch bewertet, bei Anleihen und auf dem Sparbuch gibt es kaum Zinsen. Gleichzeitig frisst die steigende Inflation die Kaufkraft auf. Value-Aktien mit hoher Free-Cashflow- und Dividendenrendite sind da sicher kein Allheilmittel, aber sie versprechen zumindest etwas Linderung der drohenden Schmerzen. (pfr)

Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ Inditex

Im März haben wir für den Quantex Global Value und den Quantex Multi Asset Fonds Aktien der spanischen Inditex gekauft. Das Unternehmen operiert weltweit und ist vor allem durch seine Läden der Marke „Zara“ bekannt. Die Zahlen zum abgelaufenen Quartal waren sehr solid. Vom Corona-Einbruch hat sich die Firma vollständig erholt, die Umsätze ab Februar sind 21% höher als 2019. Die steigenden Kosten konnte Inditex voll weitergeben und die Marge sogar ausweiten. Auch nach einem Wegfall des Russlandgeschäfts (8% vom operativen Gewinn) ist die Aktie mit einer freien Cashflow-Rendite von knapp 7% und weiterhin guten Wachstumsaussichten sehr attraktiv bewertet. Gegen einen wirtschaftlichen Abschwung ist Inditex ausserdem mit einer fetten Netto-Cashposition von sieben Milliarden Euro gut gewappnet. Aufgrund der guten Geschäftslage und der mehr als soliden Bilanz kann das Unternehmen ohne Probleme eine Dividendenrendite von 5.5% bezahlen. Zusammengefasst glauben wir, dass es sich bei Inditex um ein Qualitätsunternehmen handelt, welches aktuell zu einem sehr attraktiven Preis zu haben ist. Daher ist die Aktie für uns ein Kauf.

– Keine signifikanten Verkäufe

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. April 2022

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	9	14.0%	4.4%
Glencore	Bergbau	5	6.6%	2.2%
Meier Tobler	Baumaterialien	5	5.1%	5.1%
Mikron	Werkzeug	5	37.3%	0.0%
Novartis	Pharma	5	6.1%	3.7%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pfizer	Pharma	7	9.8%	3.0%
Abbvie	Pharma	6	6.1%	3.1%
Chevron	Öl & Gas	6	6.5%	3.3%
ConocoPhillips	Öl & Gas	6	8.4%	2.3%
Merck	Pharma	6	4.0%	3.2%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Boliden	Bergbau	8	5.5%	2.9%
Brit Amer Tobacco	Tabak	8	7.0%	6.5%
Anglo American	Bergbau	8	13.3%	7.7%
AP Moller Maersk	Transport	8	35.3%	13.9%
Sanofi	Pharma	6	6.2%	3.3%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Gerdau	Eisen & Stahl	10	16.8%	9.2%
Copel	Elektrizität	9	10.9%	8.3%
Eregli	Eisen & Stahl	9	1.9%	13.2%
Indo Tambangraya	Kohle	8	39.9%	15.4%
Petrobras	Öl & Gas	8	24.4%	16.2%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Centerra Gold	Kanada	9	16.7%	2.1%
Atalaya Mining	Zypern	8	19.7%	7.8%
Pan African Res	UK	8	5.6%	3.6%
West African Res	Australien	6	24.9%	0.0%
B2Gold	Kanada	5	9.6%	3.6%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
IWG	Dienstleister	-9	5.6%	0.0%
Vestas Wind	Altern. Energie	-9	1.9%	0.2%
Ferrovial	Konstruktion	-7	3.0%	2.1%
Royal Caribbean	Freizeit	-8	-10.3%	0.0%
Kudelski	Software	-8	22.2%	3.0%

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-	11.4.2022	**392.30**	+9.8%
		EUR -R-	11.4.2022	**247.21**	+11.5%
		USD -R-	11.4.2022	**259.01**	+7.3%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	11.4.2022	**126.45**	+12.2%
		EUR -S-	11.4.2022	**134.91**	+13.8%
		USD -S-	11.4.2022	**119.96**	+9.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	11.4.2022	**270.99**	+7.6%
		USD -R-	11.4.2022	**122.13**	+5.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	11.4.2022	**217.88**	-5.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	11.4.2022	**2.02**	+7.1%
		CHF -3a-	11.4.2022	**1.56**	+7.1%

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