



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Ein Problem beim Anlegen ist, dass man sich in vermeintlich wichtigen Details verliert – etwa ob das Fed die Zinsen nächstens um 0.25% oder 0.50% erhöhen wird – und dann die grossen Trendumbrüche nicht kommen sieht. Der Krieg in der Ukraine hat das grosse Rad der Geschichte ins Drehen gebracht. Die wohl grösste Gefahr unserer Zeit ist, was der Strategie-Experte Edward Luttwak «Great Power Autism» nennt. Grossmächte sind oft erstaunlich autistisch und ignorant, was die Entwicklungen in anderen Ländern angeht. Chinas zunehmend aggressives Auftreten hatte schon während des Handelskriegs mit Trumps USA viele asiatische Nachbarn unnötig vor den Kopf gestossen. Da China sich nicht von Russlands Krieg gegen die Ukraine distanziert, lässt es Europa und die USA zusammenrücken. Waffenlieferungen an Putin wären die nächste Eskalation. Eine neue Blockbildung zeichnet sich ab mit China, Russland und dem Iran auf der einen Seite und der maritimen Allianz der USA auf der anderen. Chinas Führung scheint sich wenig im Klaren darüber zu sein, wie rapide man derzeit bei Handelspartnern an Goodwill verliert und bei einst pazifistischen Ländern wie Japan die Aufrüstung antreibt. Oder es ist ihr egal, weil man ganz autistisch in einer eigenen Welt lebt. Damit steigt die Gefahr für eine Eskalation. Weniger gefährlich, aber auch weniger verständlich, ist diesbezüglich der Konzern-Autismus, der vielerorts zu beobachten ist. Wenn man wie deutsche Autobauer oder BASF fast alles auf neue Investitionen in China setzt, braucht man sich nicht zu wundern, wenn man vom Rad der Geschichte überrollt wird.

In dieser Ausgabe

| | |
|---|---|
| Titelgeschichte: Am Ende des Plattform-Zyklus | 1 |
| Aktien Plus Minus: Cigna und Adidas | 4 |
| Quant-Corner | 5 |
| Über Quantex | 7 |

Titelgeschichte

Am Ende des Plattform-Zyklus

Die drei grossen Plattform-Konzerne Facebook, Google und Amazon nähern sich dem Ende ihres Lebenszyklus an: Monetäre Interessen haben jeglichen Zusatznutzen für die Anwender aufgezehrt. Sie sind reif für die Disruption durch neue Konkurrenten. Für die Aktionäre der drei Megafirmen ist vom grossen Boom erstaunlich wenig übriggeblieben.

«Googlen ist auch nicht mehr, was es mal war», damit lässt sich wohl die Erfahrung zusammenfassen, die man als Anwender diese Tage ständig machen muss: Berge von nur noch minimal gekennzeichneten Anzeigen, massenweise Links zu konzerneigenen Seiten wie Youtube und rückvergütete Durchklick-Links zu lokalen Medienpartnern begraben das Bisschen an echten und treffenden Resultaten, für welche die Suchmaschine einst so berühmt wurde.

Es ist ein offensichtlicher Interessenskonflikt am Werk: «Durch Werbung finanzierte Suchmaschinen werden eine inhärente Neigung haben, ihre Werbekunden zu bevorteilen auf Kosten der Bedürfnisse ihrer Benutzer.» Dies schrieben zwei Stanford-Studenten 1998 in einem Essay. Es waren die Google-Gründer Larry Page und Sergei Brin, die später für ein paar Milliarden mehr ihre Vorsätze auf den Müllhaufen der Geschichte warfen. Nun türmt sich der Müll in den Suchresultaten der Google-Nutzer. «Enshittification» nennt der Internet-Guru und Science-Fiction-Autor Cory Doctorow wenig schmeichelhaft den Prozess, bei dem zu Beginn nützliche Plattformen wie Google über die Zeit mit Scheisse angereichert werden, bis am Schluss nur noch ein grosser stinkender Haufen übrigbleibt.



Angewidert werden die Benutzer die erstbeste Gelegenheit ergreifen, um das Weite zu suchen. Damit endet der Plattform-Zyklus und ein neuer beginnt.

Doctorow beschreibt den typischen Verlauf des Zyklus wie folgt: Zuerst versuchen neue Anbieter, möglichst viele Kunden auf ihre Plattform zu locken. Google lieferte treffende Suchresultate. Amazon offerierte ein riesiges Angebot an Konsumgütern mit tiefen Versandkosten. Facebook offerierte ein soziales Netzwerk, das rasch an Beliebtheit gewann, weil es ermöglichte, mit Freunden und entfernten Bekannten in Kontakt zu bleiben.

Falls eine kritische Grösse erreicht wird, spielen zwei Faktoren für die Plattform-Firmen und beschleunigen ihr Wachstum: Der Netzwerk-Effekt macht sie umso attraktiver, je mehr andere Leute sie nutzen. Am offensichtlichsten ist dies bei Metas Facebook und Whatsapp. Hohe Wechselkosten («Switching Costs») erschweren den Nutzern zudem den Absprung. Wenn alle Freunde und die Fussball-Gruppe der Kinder auf Whatsapp sind, wird es schwierig, alle zu einem koordinierten Wechsel zu einer anderen Messenger-App zu bewegen. Wenn man eine Riesensammlung von E-Books und Musik auf Amazons Plattform gekauft hat, will man diese nicht verlieren und so weiter.

Damit beginnt die zweite Stufe, die viel zitierte Monetarisierung der Nutzerbasis. «Die Plattformen locken Firmenkunden an, indem sie den Nutzen von den Anwendern zu den Werbetreibenden verschieben», beschreibt Doctorow diesen Prozess. Ein riesiges Potenzial an Kunden ist mit gezielter Werbung erreichbar. Das zieht die Firmen magisch an. Doch auch ihre Freude währt nicht ewig.

Auf der finalen Stufe werden die Werbetreibenden gegeneinander ausgespielt

Die dritte und finale Stufe im Zyklus ist es, die nun an die Plattform gebundenen Werbekunden und Produktverkäufer gegeneinander auszuspielen. Es reicht nicht mehr, auf Amazon den besten Dosenöffner anzubieten – die Firmenkunden müssen plötzlich für das Privileg bezahlen, dass die Plattformnutzer ihr Produkt auch finden. Amazons steigende «Werbeeinnahmen» sind ganz einfach die Gelder, welche die Verkäufer seit geraumer Zeit bezahlen müssen, um überhaupt noch beachtet zu werden. Amazon ist sich auch nicht zu schade, gutlaufende Produkte auf seinem Marktplatz zu kopieren und auf eigene Rechnung anzubieten – ausser der Firmenkunde zahlt Lösegeld, also Werbung.

Bei Google ist die Degeneration mittlerweile schon so weit, dass Anbieter von Dienstleistungen wie Handwerker, Nannies oder Restaurant-Lieferservices für Werbung bezahlen müssen, damit Drittparteien und Zwischenhändler sich nicht in die Suchresultate vor sie schieben, um ein paar Dollars Provision abzugrasen. Die Startup-Welt der letzten Jahre ist voll von solchen unproduktiven Zwischenhändlern mit geringem Nutzen für die Gesellschaft aber grossem Online-Werbebudget.

Auf Metas Netzwerken können die Betreiber von Kanälen längst nicht mehr sicher sein, dass selbst ihre Abonnenten etwas davon zu sehen kriegen – ausser natürlich, sie bezahlen für Werbung, um vor all den anderen Werbetreibenden sichtbar zu bleiben. Das ist in etwa so als wenn Zeitungsverlage die Post bestechen müssten, damit ihre Zeitungen wirklich zugestellt werden und nicht verloren gehen, weil der Briefkasten schon voll mit Werbemüll war.

Profitieren die Aktionäre wirklich davon?

«Wenn eine Plattform alle Nutzer und Firmenkunden an sich gekettet hat, kann sie den Service mit Scheisse anreichern, ohne welche davon zu verlieren. Dann wird der ganze nützliche Überschuss zu Gunsten der Aktionäre der Plattform verschoben», bringt es Doctorow auf den Punkt. Doch hier hat Doctorow, bei dessen Texten immer eine ordentliche Portion Kapitalismuskritik mitschwingt, nur bedingt recht. Zwar konnten die drei grossen Plattformen Amazon, Alphabet und Meta in den letzten Jahren hohe Free Cashflows einfahren. Für die Anleger blieb davon aber so gut wie gar nichts übrig. Wie die Tabelle auf der nächsten Seite zeigt, wurden damit keine Dividenden gezahlt. Und obwohl teils riesige Summen in Aktienrückkäufe flossen, ist die Zahl der ausstehenden

Aktien bei keiner der drei Firmen gesunken. Die Rückkäufe haben einfach die Verwässerung durch all die an die Mitarbeiter verschenkten Aktien und Optionen verhindert – oder wie im Fall von Amazon und Facebook noch nicht einmal das (siehe Tabelle). Der Überschuss floss an die Angestellten, nicht die Aktionäre.

| Zusammenfassung von 2012 bis 2022 | | | | |
|--|----------------------|-------------------|------------------------|-------------------|
| | Free Cashflow | Dividenden | Aktienrückkäufe | Aktienzahl |
| Alphabet | 312 Mrd | 0 | 178 Mrd | 0.0% |
| Amazon | 56 Mrd | 0 | 6 Mrd | +13.5% |
| Facebook | 152 Mrd | 0 | 104 Mrd | +2.6% |

Über die letzten elf Geschäftsjahre haben die drei Plattform-Firmen viel Free Cashflow ausgewiesen, aber netto ist davon nichts über Dividenden oder eine Reduktion der Aktienzahl bei den Investoren angekommen. (Quelle: Bloomberg)

Wer nie eine Aktie der drei Plattformen verkauft hat, sitzt nur auf Buchgewinnen und hat noch keinen Cent gesehen. Gleichzeitig steigt jetzt das Absturzrisiko: Denn eigentlich wollen inzwischen so gut wie alle Plattform-Nutzer so schnell wie möglich weg und werden nur noch durch Switching Costs und Netzwerk-Effekt gefangen gehalten. Sobald aber eine valable Alternative auftaucht, dürften die Dämme brechen.

Die grossen Plattform-Konzern sind heute in einer sehr verwundbaren Position, gerade weil sie so profitabel geworden sind und den letzten Cent aus ihren Nutzern und Firmenkunden herauspressen. Sie sind anfällig für die viel zitierte Disruption durch neue Konkurrenten geworden, welche den Anwendern mehr Zusatznutzen bieten.

Aus dieser Optik ist es auch gefährlich, die drei Firmen allein auf Grund ihrer hohen Marktkapitalisierung als grundsolide Blue Chips zu betrachten. Ihre Indexgewichtung ist hoch, aber genauso ihre Verwundbarkeit. In den Quantex-Fonds halten wir bei den Blue Chips lieber Aktien von Firmen wie Anheuser-Busch, Shell oder Philip Morris, welche seit 100 Jahren dasselbe Produkt verkaufen – ihr Disruptionsrisiko ist wesentlich geringer. Die Chance dagegen, dass Meta, Amazon und Alphabet in 100 Jahren oder auch nur schon 10 Jahren noch bedeutend sein werden, ist in unseren Augen gering. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

+ Cigna

Cigna ist mit über 18 Millionen Kunden einer der grössten Krankenversicherer der USA. In einem zweiten Segment bieten sie Dienstleistungen als sogenannter Payment-Benefit-Manager (PBM). Ein PBM bündelt die Medikamentennachfrage von unterschiedlichen Endkunden, wie zum Beispiel Apotheken, und versucht, durch die gewonnene Grösse einen höheren Rabatt bei den Medikamentenherstellern auszuhandeln.

Wir kamen mit Cigna das erste Mal 2018 durch eine Übernahme in Berührung. Damals kauften sie Express Scripts, eines unserer Investments. Durch den Kauf ist die Schuldenlast von Cigna stark angestiegen, doch die Firma hat ihre Bilanz in der Zwischenzeit stark verbessert und fokussiert sich bei der Kapitalallokation wieder mehr auf die Aktionäre. Wir glauben, die Aktienrückkäufe bei einer heutigen Free-Cash-Flow-Rendite von rund 8% machen Sinn, und das Management hat seine Fähigkeiten in der Kapitalallokation bereits 2018 mit der Übernahme von Express Scripts bewiesen, welche sie uns zu einem wirklich fairen Preis abgekauft hatten.



Moritz Nebel
Aktienanalyst

– Adidas

Im Februar haben wir die Aktien von Adidas nach ziemlich genau einem Jahr Haltedauer verkauft. Seit dem Kauf mussten wir unseren geschätzten fairen Wert deutlich reduzieren. Hauptgrund dafür war die Kündigung der Partnerschaft mit dem Rapper Kanye West, dem Designer der „Yeezy“-Modelinie. Wir nahmen an, dass dadurch der operative Gewinn um etwa ein Viertel zurückgehen würde und passten unsere Bewertung Mitte des letzten Jahres an. Unsere Schätzung implizierte, dass zumindest ein Teil der Einbusen wieder aufgeholt werden kann und Adidas in drei Jahren wieder auf das Gewinnniveau von 2021 kommt. Der Kurs fiel stark und wir kauften nach. Mitte Februar kam dann eine neuerliche Gewinnwarnung. Dabei stellte das Unternehmen einen operativen Verlust für 2023 in Aussicht und wir realisierten, dass unsere Schätzungen zu optimistisch sind. Es scheint, als hätte das erfolgreiche „Yeezy“ Geschäft die operative Schwäche in anderen Bereichen jahrelang kaschiert. Wir reduzierten unseren fairen Wert erneut und können jetzt keine Unterbewertung mehr erkennen. Der Markt erwartet bei der aktuellen Bewertung weiter eine schnelle Erholung der Gewinne, wozu wir auch vor dem Hintergrund einer drohenden Abschwächung des Konsumklimas nicht mehr bereit sind. Durch unsere Rebalancing-Strategie konnten wir einen Teil der Kursrückgänge mit der Aktie auffangen, verkaufen aber dennoch mit einem Verlust.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. März 2023

Schweizer Perlen

| Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|----------------|------------|----------------|----------------------------------|--------------------|
| Carlo Gavazzi | Maschinen | 11 | 6.1% | 3.8% |
| Mikron | Werkzeug | 8 | 11.1% | 2.1% |
| Phoenix Mecano | Elektronik | 6 | 5.2% | 3.9% |
| Swisscom | Telekomm | 6 | 4.2% | 3.8% |
| UBS | Banken | 4 | - | 2.2% |

S&P 500 Perlen

| Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|-------------|----------------|----------------|----------------------------------|--------------------|
| Chevron | Öl & Gas | 8 | 12.1% | 3.5% |
| Viatis | Pharma | 8 | 8.2% | 4.4% |
| PulteGroup | Hausbau | 7 | 11.0% | 1.1% |
| Exxon Mobil | Öl & Gas | 7 | 12.2% | 3.1% |
| Aflac | Versicherungen | 6 | 8.6% | 2.4% |

Euro Stoxx 600 Perlen

| Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|---------------|----------------|----------------|----------------------------------|--------------------|
| Wacker Chemie | Chemie | 8 | 4.6% | 5.1% |
| Yara | Chemie | 8 | 9.8% | 8.2% |
| Rio Tinto | Bergbau | 8 | 7.5% | 9.6% |
| Amundi | Finanzdienstl. | 7 | 5.2% | 6.5% |
| Sanofi | Pharma | 7 | 6.9% | 3.7% |

Emerging Markets Perlen

| Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|------------------|---------------|----------------|----------------------------------|--------------------|
| Gerdau | Eisen & Stahl | 10 | 12.9% | 12.7% |
| Citic Telecom | Telekomm | 10 | 11.8% | 7.8% |
| Supalai | Hausbau | 10 | 5.6% | 6.4% |
| FoxSemicon | Halbleiter | 10 | 5.9% | 4.3% |
| Indo Tambangraya | Kohle | 9 | 96.1% | 19.0% |

| | Titel | Land | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|------------------|-----------------|-------------|-----------------------|---|---------------------------|
| Goldminen | Koza Altin | Türkei | 10 | 3.6% | 4.1% |
| | Centamin | Ägypten | 8 | 0.3% | 5.9% |
| | Dundee Precious | Kanada | 8 | 17.3% | 2.4% |
| | Torex Gold | Kanada | 7 | 16.9% | 0.0% |
| | Perseus Mining | Australien | 7 | 16.2% | 1.3% |

| | Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|--|------------------|----------------|-----------------------|---|---------------------------|
| Achtung, gefährliche Bewertungen! | Kudelski | Software | -7 | -0.8% | 2.3% |
| | London Stock Ex | Finanzdienstl. | -7 | 2.6% | 1.4% |
| | General Electric | Konglomerate | -6 | 6.3% | 0.4% |
| | Amazon | Internet | -6 | -0.8% | 0.0% |
| | Orezone Gold | Goldminen | -6 | -36.2% | 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- | 10.3.2023 | 390.91 | +2.6% |
| | | EUR -R- | 10.3.2023 | 249.99 | +2.8% |
| | | USD -R- | 10.3.2023 | 259.74 | +2.0% |
| Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit | Quantex AIF Funds – Multi Asset | CHF -S- | 10.3.2023 | 122.31 | +2.3% |
| | | EUR -S- | 10.3.2023 | 135.22 | +2.6% |
| | | USD -S- | 10.3.2023 | 116.77 | +1.8% |
| Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen | Quantex Strategic Precious Metal Fund | CHF -R- | 10.3.2023 | 221.12 | -6.4% |
| | | USD -R- | 10.3.2023 | 100.89 | -5.8% |
| Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa | Quantex Funds - Nebenwerte | CHF -R- | 10.3.2023 | 214.57 | +4.8% |
| Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit | Quantex Funds - Spectravest | CHF -R- | 10.3.2023 | 1.97 | +1.9% |
| | | CHF -3a- | 10.3.2023 | 1.53 | +1.9% |

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

