



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die US-Wirtschaft hat Europa in den letzten zehn Jahren deutlich abgehängt. Führend bei IT und Chipdesign, gesegnet mit billigem Öl und Gas aus Fracking und einem breiten Kapitalmarkt, ist in den USA das BIP je Einwohner nun doppelt so hoch wie in Europa. Die Lücke dürfte sich weiter öffnen. Europa ist nur noch Weltmeister bei Luxusgütern und dem Produzieren von monströsen Regulationen. Die neuen Verordnungen zu entwaldungsfreien Lieferketten und der Kohlenstoff-Klimazoll mögen gut gemeint sein, sind aber bürokratische Ungeheuer, welche die Preise erhöhen und die globale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie weiter schmälern werden. Auch die Unternehmensgewinne sind in den USA viel stärker gewachsen, gezogen von den Tech-Giganten. Kein Wunder hat der MSCI-USA-Index sein europäisches Gegenstück in den letzten zehn Jahren um satte 150 Prozentpunkte geschlagen. Doch als Anleger darf man nicht mit dem Rückspiegel investieren. Der grösste Teil der Outperformance der US-Aktien kam nämlich durch eine Verteuerung ihrer Bewertung zustande. Gemäss den Berechnungen von Cliff Asness gehen 80% des längerfristigen US-Renditevorteils darauf zurück, die besseren Fundamentaldaten spielten eine geringe Rolle. Diese Verteuerung wird sich in Zukunft kaum wiederholen lassen. Während wir keinen Cent auf Europas Wirtschaft wetten würden, geben wir trotzdem billigen Aktien aus Europa, besonders aus Grossbritannien, den Vorzug – und natürlich den noch billigeren Aktien aus Emerging Markets.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Gegen den Strom	1
Aktien PlusMinus: MTY Group und Man Group	6
Quant-Corner	7
Über Quantex	9

Titelgeschichte

Gegen den Strom

Die Chipindustrie erlebt einen riesigen Investitionsboom. Strömt jedoch viel Geld in einen kapitalintensiven Sektor, reduzieren sich die Renditen für alle Beteiligten und es kommt zu herben Enttäuschungen. Konsolidiert eine Branche hingegen, bieten sich Chancen für Investoren. Wir zeigen, auf was es ankommt, um nicht vom Auf und Ab einer zyklischen Branche zermalmt zu werden.

Kennen sie noch Solarworld? Gesetze zur Förderung erneuerbarer Energien in Deutschland führten nach der Jahrtausendwende zu einem Investitionsboom in der Solarindustrie. Angelockt von grosszügigen Subventionen und viel Börseneuphorie, drängten mit Q-Cells, Conergy und Solon viele Firmen in die Branche. Selbst das marginalste Projekt wurde vom Finanzmarkt bereitwillig finanziert, zu gut war die Story von dicken Renditen mit grünem Strom. Gleichzeitig entwickelte sich China zu einem Konkurrenten, der alle Preise zu unterbieten bereit war, um Marktanteile zu gewinnen.

Bei Solarmodulen ist alleine der Preis entscheidend, denn dem Verbraucher ist es egal, ob das Modul aus Bonn oder Peking kommt, solange die Leistung stimmt. Der Preis für Solarmodule ist mittlerweile um 90% gefallen, verbliebene Firmen wie Meyer-Burger schreiben hohe Verluste und die Aktionäre der einstigen deutschen Börsenstars erlitten einen Totalverlust.

Aktuell wiederholt sich die Geschichte bei Elektroautos. Teilweise gezwungen von der Politik und angetrieben durch die Expansion Teslas, sind alle namhaften Autobauer in die Produktion von Elektroautos eingestiegen.

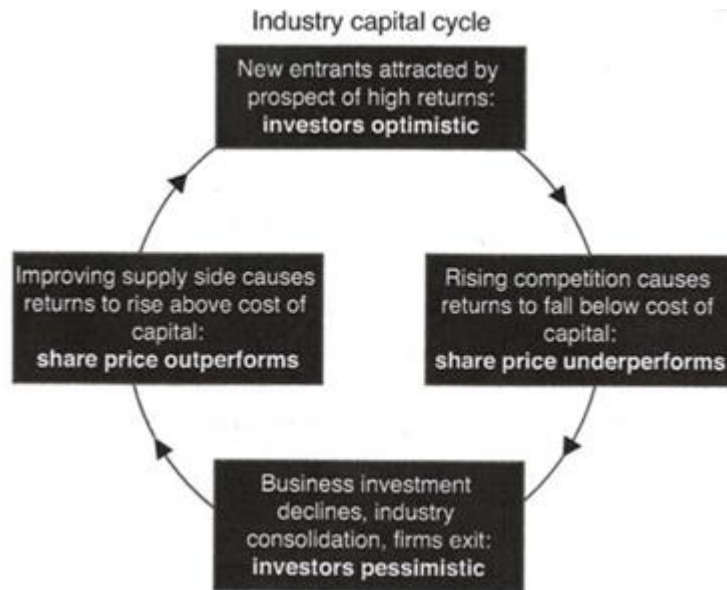




Moritz Nebel
Aktienanalyst

VW will beispielsweise innert vier Jahren 130 Milliarden Euro investieren, vornehmlich in die Produktion von Elektroautos, um seine Marktanteile vielleicht zu behalten. China wirft massenhaft günstige Elektroautos auf dem Markt mit dem erklärten Ziel, Exportweltmeister zu werden. Es deutet sich bereits an, dass das Angebot die Nachfrage übersteigt, E-Autos stehen auf Halde und die Hersteller müssen Rabatte einräumen. Die Renditen fallen und es wird in einigen Jahren zwangsläufig zu einer unschönen Konsolidierung kommen.

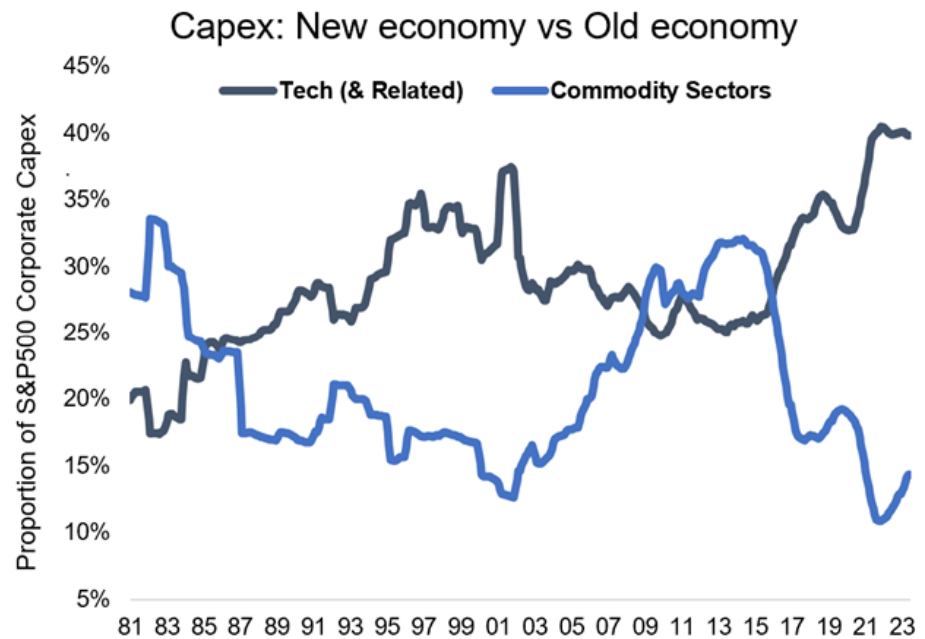
Diese beiden Beispiele sind typisch für den Investitionszyklus in einer kapitalintensiven Branche.



Die Grafik zeigt die Entwicklung eines typischen Kapitalzyklus: Hohe Renditen und/oder eine gute Story locken viele Wettbewerber an. Der Sektor expandiert, das Angebot steigt, woraufhin die Preise fallen, bis die Renditen der Produzenten unter die Kapitalkosten sinken. Daraufhin werden Investitionen eingestampft, Firmen gehen pleite und die Branche konsolidiert. Das reduzierte Angebot führt zu steigenden Preisen, die Renditen erholen sich. Nach einiger Zeit geht das Spiel von vorne los. (Quelle: „Capital Returns“, Marathon Asset Management)

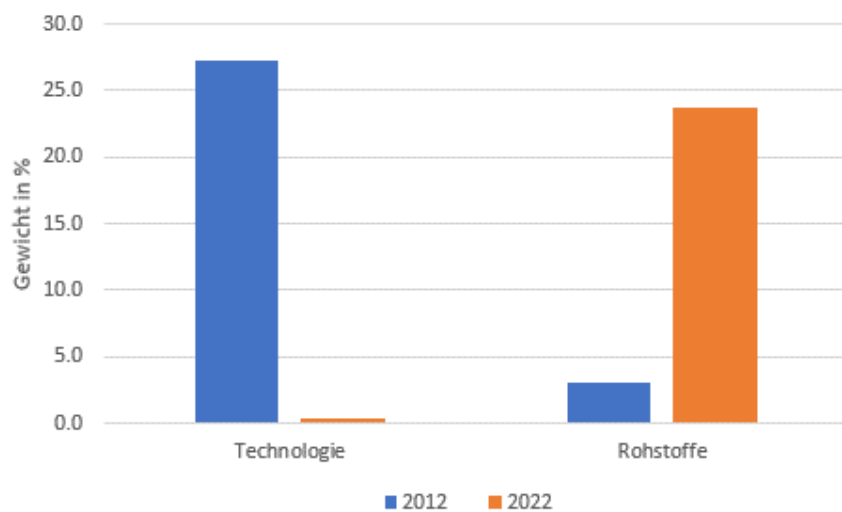
Für erfolgreiches Investieren in kapitalintensiven Branchen ist es entscheidend zu wissen, wo sich ein Sektor im Zyklus befindet. Konsolidiert eine Industrie, bieten sich Chancen. Im Expansionsmodus lauern hingegen Gefahren. Viele Investoren konzentrieren sich bei der Analyse nur auf die Nachfrage. Steigt die Nachfrage nach Solarmodulen oder E-Autos? Letztendlich ist es aber viel wichtiger, und auch einfacher, zu prognostizieren, wie sich das Angebot entwickelt. An den Investitionsbudgets der Firmen lässt sich leicht erkennen, ob ein Sektor die Produktion erhöht oder er sich in einer Konsolidierung befindet.

Wo lauern aus dieser Optik heute Gefahren? Und wo ist der Zyklus günstig? Eine gute Indikation gibt der folgende Chart:



Die Grafik zeigt den prozentualen Anteil der Investitionen des Technologie- und Rohstoffsektors an den Gesamtinvestitionen des S&P500. (Quelle: topdowncharts.com)

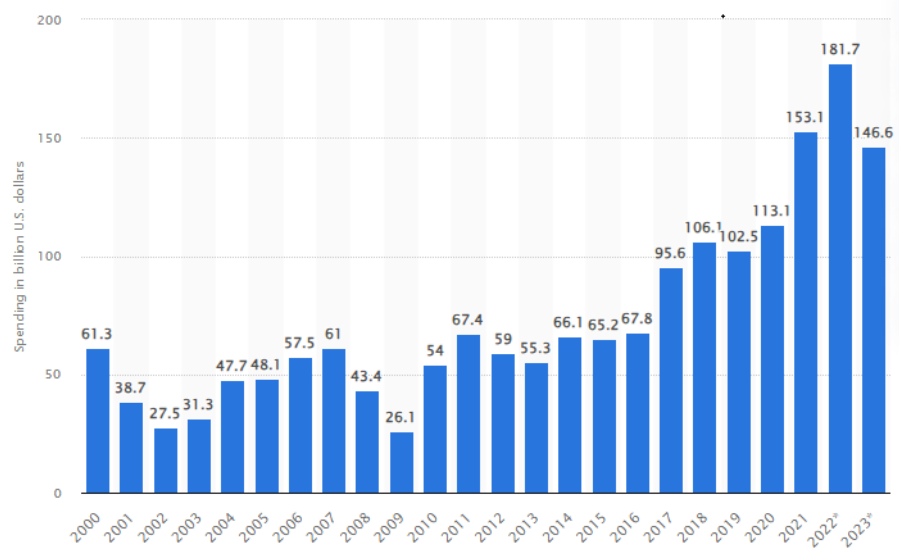
Die Investitionstätigkeit im Technologiesektor wächst aktuell gefährlich schnell, im Rohstoffsektor ist sie seit Jahren fallend. Ganz anders war das von 2003 bis 2014. Der Rohstoffsektor expandierte mit der Erwartung eines „Commodity Supercycle“ durch die starke Nachfrage aus China. Die Investitionsbudgets stiegen und kaum eine Firma produzierte freie Cashflows. Als das Angebot der neuen Minen und Ölquellen auf den Markt kam, crashten die Rohstoffpreise und Aktienkurse der Firmen. Ein jahrelanger Konsolidierungsprozess setzte ein. Im Gegensatz dazu war der Technologiesektor damals sehr attraktiv. Die Nachwehen der Internetblase noch in den Knochen, wurde verhältnismäßig wenig investiert und die Bewertungen waren attraktiv. Technologie war 2012 gegen den Strom der grösste Sektor im Quantex Global Value Fund, Rohstoffe spielten damals so gut wie keine Rolle.



Die Grafik zeigt die Gewichtung des Technologie- und Rohstoffsektors im Quantex Global Value Fund 2012 und 2022.

Im Verhältnis zum Rest des S&P-500-Index investieren Technologiefirmen heute wieder so viel wie zu Zeiten der Dotcom-Blase im Jahr 2000. Kein gutes Omen!

Was damals das Internet war, ist heute der Hype um Künstliche Intelligenz und damit verbunden die Prognose einer grenzenlosen Nachfrage nach hochleistungsfähigen Chips und Rechenleistung. Hinzu kommt, dass die westlichen Regierungen aus geopolitischen Überlegungen versuchen, die heimische Industrie mit Milliarden subventionen zur lokalen Produktion zu bewegen. Die USA subventioniert die Ansiedlung von neuen Chipfabriken durch den „Chips and Science Act“ mit 280 Milliarden Dollar und die EU gibt für den gleichen Zweck über die nächsten sechs Jahre 43 Milliarden Euro aus. China nimmt das Rennen auf und versucht ebenfalls, mit staatlicher Unterstützung zur Halbleiter-Supermacht zu werden. Die Folge ist ein globaler Investitionsboom:



Die Grafik zeigt die globale Investitionssumme der Halbleiterindustrie in Milliarden USD von 2000 bis 2023. (Quelle: Statista)

Computerchips sind letztendlich ein Produkt, das sich nur über Leistung und Preis definiert. Genau wie bei Solarmodulen will der Verbraucher die grösstmögliche Leistung zu den tiefsten Kosten. Das macht den Preis sensitiv für Veränderungen bei Angebot und Nachfrage und die Halbleiterindustrie zu einer sehr zyklischen Branche.

Nvidia hat aktuell die Nase vorne bei hochleistungsfähigen Chips für Datenzentren und Anwendungen zur künstlichen Intelligenz. Die Firma kann für ihre Chips fast jeden Preis verlangen und verdient Nettomargen von fast 50%. Diese schreien jedoch nach neuen Wettbewerbern: Neben den klassischen Chipproduzenten Intel und AMD versuchen auch Meta, Alphabet und Microsoft eigene Chips zu entwickeln. Die Bewertung Nvidias impliziert, dass die Margen hoch bleiben und das Wachstum ähnlich weitergeht. Ein Blick auf die Kapitalflüsse der Industrie und vergangene Investitionsbooms in zyklischen Branchen machen uns aber sehr skeptisch.

Die Expansion im Sektor bietet jedoch für alle Akteure Gefahren. Beispielsweise muss Intel, um bei der globalen Expansion keine Marktanteile zu verlieren, in den nächsten vier Jahren fast 100 Milliarden Dollar investieren. Das entspricht praktisch dem gesamten Ebitda über diese Zeit. Kommt dann in einigen Jahren viel neues Angebot an den Markt, ist Intel wahrscheinlich schlechter dran als vor dem Kraftakt. Das ist ein Grund, wieso kapitalintensive und zyklische Branchen über die Zeit oft keinen Mehrwert für die Aktionäre schaffen und sich nicht als Buy-and-Hold Investments eignen.

Wir glauben, ein guter Schutz gegen Enttäuschungen bei der Investition in zyklische Branchen ist, auf den freien Cashflow zu achten. Steigen die Investitionen stark an, berührt das den Gewinn erstmal nicht und die Aktien sehen oft auf Basis des Kurs-Gewinn-

Verhältnisses noch günstig aus. Der freie Cashflow fällt jedoch sofort und die Aktien werden für uns teuer und uninteressant.

Eine weitere Möglichkeit, Stress zu vermeiden ist, nur in Branchen zu investieren, die nicht von grossen Schwankungen im Kapitalzyklus betroffen sind. Firmen, die sich nicht nur über den Preis definieren, sondern auch einen Markenwert oder andere Alleinstellungsmerkmale haben, sind weniger anfällig für eine starke Ausweitung des Angebots. Warren Buffett meidet kapitalintensive Sektoren aus diesem Grund, denn dort gibt es keine Firmen mit einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil. Tiefe Taschen reichen, um etablierten Anbietern Marktanteile abzujagen. Interessanterweise sind einige dieser eher als langweilig geltenden Konsumgüter-Aktien im Sinn Buffetts in den letzten Monaten günstig geworden und in unsere Portfolios gewandert: Unilever, Reckitt-Benckiser oder Burberry zum Beispiel.

Aus Sicht des Kapitalzyklus birgt der Technologie- und besonders der Halbleitersektor heute die meisten Gefahren. Es drohen Überkapazitäten und Enttäuschungen. Im Energie-Sektor und in einigen Bereichen des Rohstoffsektors sieht der Kapitalzyklus günstig aus. Im Öl&Gas-Sektor (BP, Shell, Total, Petrobras, Woodside Energy), in der Goldförderung (Dundee Precious Metals, Endeavour Mining, Centerra Gold) und bei Kohleminen (Indo Tambangraya, Thungela) werden wir fündig.

Wir machen uns jedoch nichts vor. Sobald die Firmen lange genug hohe Renditen erzielen, wird auch hier wieder eine Expansion stattfinden. Wir hoffen aber, mit unserem Fokus auf freie Cashflows und die Kapitalflüsse nicht von der nächsten Expansionswelle zerdrückt zu werden. (mne)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ MTY Group

1979 eröffnete Stanley Ma sein erstes Restaurant in Kanada und gründete später die asiatische Restaurant-Kette Tiki Ming. 1995 wagte sich die Firma an die Börse, damals betrieben sie 70 Restaurants. Über die Jahre hat sich MTYs Geschäftsmodell aber stark verändert. Seit längerem fokussieren sie sich auf Zukäufe von Restaurantkonzepten, um diese in einem Franchise-Modell zu betreiben. Die Zahl der Restaurantmarken im Unternehmen ist heute auf rund 90 gestiegen: Cold Stone, Papa Murphy's Pizza oder die neulich akquirierte Wetzels Pretzels gehören zu den grösseren Namen.

Wir sind normalerweise sehr skeptisch gegenüber Übernahmen, das «trial-and-error» Konzept von MTY scheint aber zu funktionieren: Konzernweit betreiben die Untergruppen insgesamt 7'119 Restaurants und seit dem Börsengang vor rund 30 Jahren hat sich die Aktie ver Hundertfacht. Stanley Ma ist mit 13% immer noch der grösste Aktionär. Die letzten zwei Jahre waren geprägt von einigen grösseren Übernahmen, unter anderem BBQ Holdings und Wetzels Pretzels. Das Unternehmen wird in nächster Zeit wahrscheinlich mehr Geld weg von Übernahmen hin zu Schuldenabbau und Aktienrückkäufen allozieren. Wir glauben, dass uns der Markt bei einer freien Cashflow Rendite von rund 9% eine gute Einstiegsmöglichkeit bietet.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

– Man Group

Man Group ist einer der grössten Hedge Fonds weltweit und verwaltet über 167 Milliarden Dollar. Wir kauften die Aktie 2019 abermals ins Portfolio. Die Firma ist einfach verständlich, generiert viel Free Cash Flow und schüttet diesen an die Aktionäre durch Dividenden und Aktienrückkäufe aus. Zudem können ihre Fonds immer wieder mal börsenunabhängig satte Performancegebühren generieren.

Der frühere CEO, Luke Ellis, war pragmatisch und hatte die Kapitalallokation sehr aktionärsfreundlich gestaltet; er gehörte auch selbst zu den grössten Aktionären. Im letzten Jahr ist er aber abgetreten und die neue Chefin, Robyn Grew, schlägt eine andere Strategie ein. Sie versucht, mit einer Übernahme in den Private-Credit-Bereich vorzudringen. Privat Credit ist das neue Wachstumsfeld in der Investmentindustrie und wir bei Quantex halten den Grossteil dieser Kredite für kompletten Schwachsinn, weil meistens Geld an schwächelnde und überschuldete Private-Equity-kontrollierte Unternehmen vergeben werden, um diese am Leben zu erhalten.

Uns ist auch aufgefallen, dass im letzten Jahresbericht von Man Group eine neue Verbindlichkeit in der Bilanz aufgetaucht ist: Collateralized Loan Obligations (CLO). Mit einer Grösse von einer Milliarde Dollar macht diese Position rund ein Viertel der Bilanzsumme von Man Group aus. Diese Verbindlichkeit ist wahrscheinlich durch die Übernahme entstanden und bereitet uns Bauchschmerzen. Weiter hat Frau Grew entschieden, die jährlichen Aktienrückkäufe von über 300 Millionen Dollar auf 50 Millionen Dollar zu kürzen. Anscheinend braucht sie noch mehr Geld, welches sie in gefährlichen Übernahmen versenken kann. Wir verabschieden und bedanken uns bei Luke Ellis für die gute Arbeit.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. April 2024

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	8	9.9%	3.7%
Holcim	Baumaterialien	8	7.3%	3.1%
Mikron	Werkzeug	8	0.8%	1.0%
Jungfraubahn	Transport	7	7.1%	1.9%
Adecco	Services	5	3.8%	7.2%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pioneer Natural	Öl & Gas	8	5.8%	4.0%
Devon Energy	Öl & Gas	7	6.6%	4.5%
Franklin Res	Finanzdienstl.	7	4.1%	4.5%
Molson Coors	Getränke	7	7.3%	2.5%
Verizon Comm	Telekomm	7	6.8%	6.3%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Arkema	Chemie	8	5.7%	3.4%
Michelin	Autoteile	8	11.4%	3.5%
Italgas	Gas	8	4.8%	6.1%
ITV	Medien	8	9.9%	6.8%
FreeNet	Telekomm	7	9.3%	6.4%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Great Eastern Ship	Transport	11	20.3%	3.3%
Danaos	Transport	10	19.7%	4.2%
JK Paper	Papier	9	18.1%	1.9%
Copasa	Wasser	8	14.1%	13.0%
Richter Gedeon	Pharma	8	5.1%	4.2%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Aura Minerals	USA	8	4.1%	4.9%
Centamin	Ägypten	7	8.9%	3.0%
Perseus Mining	Australien	7	18.6%	1.6%
Dundee Precious	Kanada	6	25.7%	2.0%
Ludin Gold	Kanada	6	14.1%	2.9%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Global Blue	Services	-8	-0.4%	0.0%
Electrolux	Hauseinrichtung	-8	-0.1%	0.0%
Boeing	Luftfahrt/Rüstung	-7	3.2%	0.0%
Ocado Group	Nahrungsmittel	-7	-5.0%	0.0%
Verisign	Internet	-6	3.2%	0.0%

Quantitative Screenings bei Quantex – Aussieben und Trennen

Der Quantex R-Wert ist eines von mehreren «Quantitativen Screenings» bei Quantex, um im weltweiten Aktienuniversum vielversprechende Titel zu entdecken. Darauf folgt ein qualitativer Selektionsprozess in Handarbeit. Teilweise fallen dabei die quantitativ am besten bewerteten Aktien durch und wir investieren in die zahlenmässig nur fast so guten Unternehmen.

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-	9.4.2024	429.98	+9.9%
		EUR -R-	9.4.2024	275.11	+3.7%
		USD -R-	9.4.2024	293.42	+2.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	9.4.2024	129.35	+11.2%
		EUR -R-	9.4.2024	143.07	+4.9%
		USD -R-	9.4.2024	126.83	+3.1%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	9.4.2024	265.72	+18.7%
		USD -R-	9.4.2024	123.35	+10.5%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz	Quantex Funds – Nebenwerte Schweiz	CHF -R-	9.4.2024	215.74	+2.7%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	9.4.2024	2.11	+4.4%
		CHF -3a-	9.4.2024	1.64	+4.4%

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

