



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Als Kinder in den 1980er Jahren haben wir oft Mankomania gespielt. Ein Brettspiel, bei dem es darum ging, eine Million möglichst schnell mit Glücksspiel und dummen Investments zu verzocken. Damals war eine Million eine rechte Stange Geld, heute bekommt man dafür allenfalls noch eine Zwei-Zimmer-Wohnung in einem Ausenbezirk von Zürich. Auch eine Milliarde zu verbrennen, ist leicht vorstellbar: Ein paar Hundert Millionen in Krypto-Coin-Of-ferings versenken und einen Fussballclub kaufen – fertig. Aber wie vernichtet man mit Investments 100 Milliarden? Einfach nur möglichst schlechte Aktien und Anleihen kaufen, führt nicht selten zu überraschenden Kursgewinnen. Da braucht es ganz neue Ansätze. Masayoshi Sons «Vision Fund» macht es uns gerade vor: Das 100-Milliarden-Dollar-Vehikel investiert mit der grossen Kelle in Startups. Normalerweise investieren Venture-Kapitalisten ja ein paar Millionen in kleine Startups und hoffen, dass sie mal gross rauskommen. Der Vision Fund steckt gleich Milliarden in Beteiligungen an Mega-Startups wie Uber und WeWork. Die verbrennen jedes Jahr viel Geld und werden noch lange keinen Cash für den Vision Fund abwerfen. Ganz im Sinn des Spielziels von Mankomania hat Son deshalb für seinen Fonds noch Kredite aufgenommen, um auf die 100 Milliarden Investitionssumme zu kommen. Eine grosse Finanzierungslücke zeichnet sich ab, sobald sich keine nützlichen Idioten mehr finden lassen, die weiteres Geld reinstecken. Die Vision eines neuen Weltrekords in Mankomania scheint aufzugehen.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der goldene Ausweg .....	1
Aktien Plus Minus: Polytec und Apple .....	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex .....	8

## Titelgeschichte

### Der goldene Ausweg

**Viele Warnlampen zeigen inzwischen das Ende eines langen Börsenzyklus an. Doch die nächste grosse Krise kommen zu sehen, ist weniger schwierig, als die richtige Anlagestrategie dafür zu finden. Gold ist eine mögliche Krisenversicherung, die überraschend unpopulär geworden ist.**

Ein alter Spruch besagt, dass auf dem Top keine Glocken geläutet werden und das Ende eines Börsenzyklus verkünden. Es gibt aber dennoch eine ganze Reihe von Warnlampen, welche in der spätzyklischen Phase typischerweise das nahende Ende anzeigen.

Die Stimmung bei Konsumenten und den Unternehmen befindet sich heute in so luftiger Höhe, wie sie nur auf dem Top eines Zyklus sein kann. Das US-Konsumentenvertrauen etwa war nur im Jahr 2000 auf dem Gipfel des Internet-Euphorie ähnlich hoch und 1969 am Ende der boomenden Sixties.

Die Unternehmen haben ihre Verschuldung in den letzten zehn Jahren praktisch verdoppelt und geben gerade neue Rekordsummen für Übernahmen und Aktienrückkäufe aus – wie sie es zuletzt nur in den Jahren 2000 und 2007 auf dem Top des jeweiligen Zyklus taten.

Am Kreditmarkt dagegen ist noch weit und breit keine Angst auszumachen. Die Risikoaufschläge für schlechte Schuldner (Credit Spreads) sind so tief, wie sie es nur am Ende eines langen Booms typischerweise sind. Gleichzeitig ist neben den Unternehmensanleihen auch ein 1000-Milliarden-Markt für Leveraged Loans entstanden, wo sich überschuldete Unternehmen und Private-Equity-Vehikel finanzieren – und zwar mit so wenigen Restriktionen (Covenants) wie noch nie.



Auch wenn heute keine breite Euphorie unter den Anlegern da ist: Angst ist angesichts der tiefen Zinsrisikoaufschläge und hohen Aktienbewertungen auch keine auszumachen. Im Gegenteil, angesichts der drohenden Gefahren erscheinen uns die meisten Anleger erstaunlich gelassen.

Dabei gibt es einige triftige Gründe, sich ernsthaft Sorgen zu machen. Wie zum Beispiel angesichts der angelaufenen Handelskriege, welche direkt ins Herz des langen Gewinnmargen-Booms bei den Technologie-Firmen zielen (vgl. Quantex Werte Juli 2018). Oder die Immobilien-Schuldenblasen in manchen Ländern wie Kanada, Schweden oder der Schweiz, die in Relation zum Bruttoinlandprodukt sogar noch schlimmer aussehen als die amerikanische Blase vor 2008.

Die Regierungen der Industrieländer, die typischerweise als Retter in der Not gerufen werden, haben zudem ihre Verschuldung seit der Finanzkrise 2008 weiter massiv erhöht und sind damit noch weniger handlungsfähig geworden als in der letzten Krise. Der Staatshaushalt des einen oder anderen Industrielands könnte im Gegenteil im Epizentrum der nächsten Finanzkrise stehen. Dabei haben wir nicht nur den offensichtlichen Fall Italien im Auge.

### **Wo soll sich ein Anleger vor dem drohenden Unwetter verstecken?**

Die drohende Krisenlage zu sehen, ist an Extrempunkten wie jetzt aber nicht so schwierig, wie die passende Anlagestrategie dafür zu finden. Grundsätzlich gilt jetzt nahe am Rand des Abgrunds, vorsichtig zu sein und sich nicht nach Rendite zu strecken. Grosse Dummheiten zu vermeiden ist wichtiger, als auf einen maximalen Profit zu schießen. Entsprechend konservativ sind wir seit geraumer Zeit bei der Auswahl von Aktien für den Quantex Global Value Fund unterwegs. Zum Glück offerierte uns der angstfreie Markt viele Qualitätstitel zu erstaunlich moderaten Preisen.

Obligationen bieten bei diesen lächerlich tiefen Renditen kaum einen sicheren Unterstand, ausser man ist von massiv ins Negative fallenden Zinsen überzeugt. Cash ist im Zweifelsfall immer die beste Alternative, doch das Problem bleibt: In welcher Währung? Und mit welcher Bank als Gegenpartei?

Ein historisch bewährter Ausweg aus dem Dilemma ist dagegen erstaunlich unpopulär geworden: Das Gold. Seit seinem Top auf dem Höhepunkt der Euro-Krise 2011 bei 1900 Dollar je Unze dümpelt der Preis des gelben Edelmetalls seit Jahren um die 1200 Dollar dahin. Angesichts steigender Zinsen und boomender Aktienmärkte ist es zudem immer beliebter geworden, auf einen weiteren Verfall des Goldpreises zu wetten: Zum ersten Mal seit dem Jahr 2001 sind die Spekulanten an der US-Terminbörse netto «short» in Goldkontrakten. Damals notierte der Preis je Unze bei gerade mal 270 Dollar und ein grosser Gold-Bullenmarkt begann.

Wir sehen Gold primär als Versicherung und mögliche Option auf Gewinne im Fall von monetären Extremrisiken: Sei es eine deflationäre Kreditklemme wie 2008-2011 oder eine Hochinflation wie in den 1970er Jahren. Diese Versicherung ist jetzt nach zehn Jahren Aktienboom ganz typisch relativ günstig zu haben. Der Goldpreis schlug sich zudem in der Vergangenheit während einer Rezession immer erstaunlich gut (siehe Tabelle).

<b>Rezession</b>	<b>Goldpreis</b>
Nov 1973 - Mrz 1975	+78%
Jan 1980 - Jul 1980	+20%
Jul 1981 - Nov 1982	+3%
Jul 1990 - Mrz 1991	+1%
Mrz 2001 - Nov 2001	+4%
Dez 2007 - Jun 2009	+19%

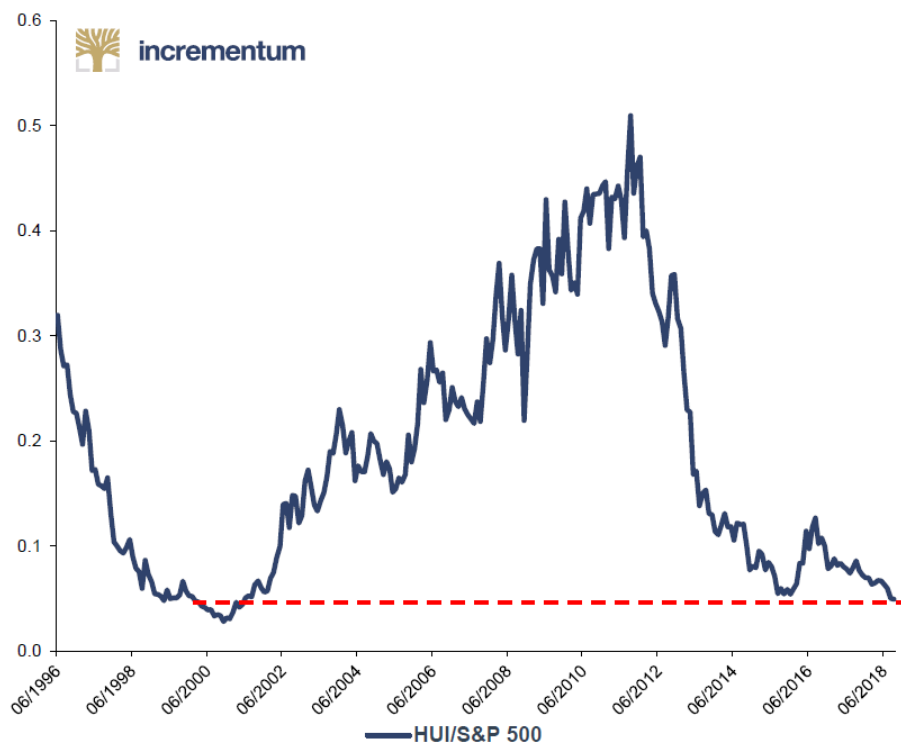
*Die Tabelle zeigt die Entwicklung des Goldpreises in US-Dollar während der letzten sechs Rezessionen. (Quelle: Incrementum AG)*

Eine Goldanlage, sofern sie in Barren oder einem physisch hinterlegten ETF geschieht, hat zudem den Vorteil, dass sie kein Gegenparteirisiko aufweist. Diesen Punkt sehen nicht nur risikobewusste Privatanleger, sondern zunehmend auch Staaten wie China oder Russland. Seit Jahren horten ihre Zentralbanken immer mehr Goldbarren in ihren Kellern. Da die USA unter Präsident Trump das Privileg des US-Dollar als Welthandels- währung nun zunehmend über Sanktionen auch als Waffe einsetzen, dürfte sich dieser Trend weg vom Dollar und hin zum Gold als Zentralbanken-Reserve nochmal beschleunigen.

Goldminen-Aktien sind der nächste, wesentlich aggressivere Schritt, um auf steigende Goldpreise zu setzen. Goldminen bieten traditionell einen Hebel zum Goldpreis. Es sind jedoch hochvolatile Aktien, die nach der Kapitalvernichtung in der Endphase des letzten Goldbooms zu Recht bis heute einen schlechten Ruf haben. Wie alle zyklischen und kapitalintensiven Industrien sind sie kein simples Buy&Hold-Investment – auf lange Sicht wird tendenziell Wert vernichtet.

Auch die Profis haben das Timing der Goldminen-Zyklen nicht im Griff. Als Manager von Goldminenfonds seit 13 Jahren gebe ich das unverblümt zu. Der Trick ist es, durch die Auswahl von margenstarken Goldminen mit starker Bilanz möglichst unbeschadet zu überleben, bis der nächste Aufwärtszyklus kommt. Wenn eine Branche so viel operatives Leverage wie die Goldminen aufweist, ist ein zusätzliches finanzielles Leverage in der Bilanz schlicht fahrlässig und setzt eine übernatürliche Genauigkeit beim Timing der Zyklen voraus.

Nur an Extrempunkten des Marktes kann mit etwas mehr Sicherheit von einer kommenden Wende ausgegangen werden. Es deutet einiges darauf hin, dass sich die Goldminen-Aktien sich derzeit an so einem Extrempunkt befinden (siehe Grafik unten).



Die Grafik zeigt die Entwicklung des Goldminenindex HUI geteilt durch den breiten S&P-500-Index. Derzeit sind die Minenaktien im Vergleich zum Gesamtmarkt auf ein so tiefes Niveau gefallen wie zuletzt Anfang 2000. (Quelle: Incrementum AG)

Nicht nur im Verhältnis zum teuren S&P-500-Index sind die Goldminen-Aktien derzeit aber günstig, sondern auch auf absoluter Basis. Es finden sich einige Titel, vor allem in Australien, welche beim aktuellen Goldpreis mehr als 10% Free-Cashflow-Rendite zu ihrem Unternehmenswert ausweisen. Das ist selbst für zyklische Minenaktien ein attraktives Niveau und kommt erfahrungsgemäss nur selten vor.

Neben den üblichen Vorsichtsmassnahmen bieten sich deshalb Edelmetall-Investments als möglichen Schutz gegen das drohende Gewitter an. Garantiert ist der Erfolg damit nicht. 2008 kam der Goldpreis in der ersten Ausverkaufswelle eine Weile lang auch stark unter Druck. Er erholte sich danach aber wieder rasch, als das ganze Ausmass der Probleme bei Banken und Regierungen sichtbar wurde. In der Aktien-Baisse von 2000 bis 2003 dagegen konnten Gold und Goldminen gegen den Trend zulegen. Mit einem Teil des Portfolios den goldenen Ausweg einzuschlagen, erscheint uns folglich vielversprechend. (pfr)



## Aktien PlusMinus

---

# Was wir kaufen und verkaufen

---



Markus Rügsegger  
Fondsmanager

### + Polytec Holding

Die österreichische Polytec ist ein führender Entwickler und Hersteller von hochwertigen Kunststoffteilen und beschäftigt 4500 Mitarbeitende an weltweit 28 Standorten. Neben dem Hauptabsatzmarkt Automobilindustrie werden zunehmend auch Märkte außerhalb dieses Sektors beliefert.

Bei einem Kurs von 10.22 (Handel an der Wiener Börse) beläuft sich die Marktkapitalisierung auf gut 228 Millionen Euro.

Obwohl die Gesellschaft langfristig von der Verbreitung von Elektromobilen und der damit verbundenen essentiellen Gewichtsreduktion durch Kunststoff profitieren wird, ist die Aktie starken Kursschwankungen ausgesetzt, die wir in den letzten zweieinhalb Jahren regelmässig nutzen für Käufe unter 8 Euro und Verkäufe über 21 Euro. Auf dem aktuellen Kurs ist die Aktie stark unterbewertet und bietet in einem mittel- bis langfristigen Horizont überdurchschnittlich hohe Gewinnchancen.

### – Apple

Die Aktie des iPhone-Herstellers hatten wir im Februar 2016 gekauft, obwohl unser Bauchgefühl eigentlich dagegen sprach. Die Aktie erfüllte damals seit Monaten alle Kriterien unseres Screenings und musste deshalb ins Depot. Wir hatten nachgerechnet, dass wir eine Sicherheitsmarge besitzen, sollten die Cashflows der Firma nicht um mehr als 30% fallen.

In der Folge sind sie dann nicht nur wie erhofft stabil geblieben, sondern sogar dank immer teureren iPhones und mehr Serviceeinnahmen weiter gestiegen. Wir konnten unseren geschätzten Fair Value mehrfach nach oben revidieren – nicht zuletzt auch wegen der gesunkenen Anzahl ausstehender Aktien.

Jetzt bei 228 Dollar hatte der Titel jedoch unseren geschätzten Fair Value erreicht. Ein weiteres Wachstum der Free Cashflows mit rund 7% über viele Jahre wäre nötig, um die Aktie noch günstig zu machen. Kein völlig unrealistisches Szenario angesichts der Marktstärke von Apple. Doch unsere einstige Sicherheitsmarge, welche sogar schrumpfende Cashflows erlaubte, war definitiv weg.

Mit dem gleichen schweren Herzen, mit dem wir den Titel damals widerwillig gekauft hatten, trennten wir uns deshalb wieder von ihm.



Peter Frech  
Fondsmanager

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 4. Oktober 2018

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Kardex	Maschinenind.	5	3.4%	2.1%
Swiss Life	Versicherungen	5	9.9%	3.6%
Adval Tech	Maschinenind.	4	6.0%	1.7%
BKW	Elektrizität	4	1.6%	2.9%
Roche	Pharma	4	6.3%	3.4%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Macy's	Einzelhandel	9	9.8%	4.5%
Viacom	Medien	8	8.1%	2.4%
Aflac	Versicherungen	7	15.4%	2.1%
LyondellBasell	Chemie	7	8.7%	3.7%
CA Inc	Software	6	6.2%	2.3%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mondi	Holz & Papier	7	3.3%	6.9%
UPM Kymmene	Holz & Papier	6	6.0%	3.4%
Peugeot	Automobile	6	31.9%	2.4%
Hannover Rück	Versicherungen	6	8.0%	4.1%
Anglo American	Bergbau	6	12.1%	4.4%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MMK Magnitogorsk	Eisen & Stahl	12	10.5%	7.2%
Ruentex	Bekleidung	11	-3.4%	7.0%
Eregli Demir	Eisen & Stahl	10	6.2%	7.5%
QGEP	Öl & Gas	9	23.6%	12.3%
China Res Cement	Baumaterialien	9	9.6%	5.3%

**Goldminen**

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	9	6.2%	0.0%
Highland Gold	Russland	6	8.8%	7.7%
Ramelius Resources	Australien	6	27.6%	0.0%
Atalaya Mining	Zypern	5	4.7%	0.0%
Kirkland Lake Gold	Kanada	4	5.7%	0.4%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
CJ CGV	Freizeit	-12	-0.9%	0.7%
ThyssenKrupp	Eisen & Stahl	-9	0.3%	0.7%
News Corp	Medien	-7	4.4%	1.5%
MGM Resorts	Hotels	-7	1.6%	1.7%
GoldCorp	Goldminen	-7	0.1%	0.8%

**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 ausgerichtete 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-	10.10.2018	<b>217.45</b>	+3.1%
		EUR -R-	10.10.2018	<b>125.06</b>	+4.5%
		USD -R-	10.10.2018	<b>135.23</b>	+1.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	10.10.2018	<b>139.28</b>	-16.4%
		USD -R-	10.10.2018	<b>58.99</b>	-17.6%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	10.10.2018	<b>195.60</b>	-10.4%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	10.10.2018	<b>98.80</b>	-14.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	10.10.2018	<b>1.23</b>	-5.3%
		CHF -3a-	10.10.2018	<b>0.95</b>	-5.0%



### 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  
LINTHESCHERGASSE 17  
CH-8001 ZÜRICH  
+41 43 243 03 46

[WWW.QUANTEX.CH](http://WWW.QUANTEX.CH)

