



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Was als finanzielle Innovation verkauft wird, läuft meistens auf zwei alte Tricks hinaus: Entweder wird eine illiquide Anlage neu verpackt und liquider dargestellt, als sie effektiv ist: Denken Sie zum Beispiel an täglich handelbare Anlagefonds oder ETF aus Aktien oder Anleihen. Die Zusammenbrüche der Fonds von Woodford, H2O und GAM dürften da nur ein erster Vorgeschmack darauf sein, was uns noch in Sachen Liquiditätskrisen droht. Oder eine Anlage wird neu verpackt und als weniger riskant verkauft, als sie effektiv ist. In der letzten Finanzkrise waren dies gebündelte Ramschanleihen auf Hypotheken, die mit einer «AAA»-Einstufung den Weg in die Portfolios vieler Institutionen fanden. Die am meisten boomende Anlageklasse in diesem Marktzyklus ist Private Equity. Mehr als 2000 Milliarden Dollar flossen in diese Anlagen. Institutionelle Investoren stürzten sich darauf, weil sie hohe zweistellige Renditen wie Aktien versprachen bei gleichzeitig viel weniger Risiko in Form von Volatilität. Das ist die grösste und dümmste Selbsttäuschung unserer Tage: Dass Aktien plötzlich weniger riskant werden, wenn sie nicht täglich öffentlich gehandelt werden. Im Gegenteil ist es fundamental wohl eher so, dass Private Equity riskanter ist: Im Schnitt sind diese Firmen stärker auf Kredit gehebelt als der Durchschnitt aller börsenkotierten Titel. Im 4. Quartal 2018 sank der Russell-2000-Aktienindex um 20%. Der US-Private-Equity-Index wurde dagegen nur um 2% nach unten revidiert. Die süsse Selbsttäuschung der Private-Equity-Anleger wird sich eines Tages rächen.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Marode Fluchtburgen	1
Aktien Plus Minus: Metall Zug und SK Hynix	4
Quant-Corner	5
Über Quantex	7

Titelgeschichte

Marode Fluchtburgen

Wenn Gefahren für die Weltwirtschaft drohen und die Unsicherheit zunimmt, ziehen sich weitsichtige Investoren traditionell in die Aktien von stabilen Konsumgüter-Herstellern zurück. Doch die einst so verlässlichen Fluchtburgen sind marode geworden. Viele prominente Konsumgüter-Titel sind inzwischen massiv überschuldet, gleichzeitig schwächt ihr Kerngeschäft. Wir werfen einen Blick auf ihre brüchigen Fundamente.

Langweilige Konsumgüter-Hersteller wie Nestlé oder Procter&Gamble sind mit einem Plus von über 20% die heimlichen Stars des laufenden Börsenjahres. Von Anfang Oktober 2018, als das Börsenzittern begann, legte der amerikanische Consumer-Staples-Sektor bis heute mehr zu als der S&P-Index und sogar mehr als der boomende Tech-Sektor.

Die Outperformance der defensiven Konsumtitel geht damit einher mit der Warnung des Anleihenmarktes, wo fallende Zinsen und die Inversion der Zinskurve seit geraumer Zeit eine Rezession ankündigen. Nur der breite Aktienmarkt, gezogen von den Superschwergewichten des Tech-Sektors, gibt sich noch in Partylaune und erreichte kürzlich neue Rekordmarken. Wenn der Anleihenmarkt in Sachen Konjunktur einmal mehr Recht erhält, dürfte am Aktienmarkt bald eine böse Überraschung drohen.

Insofern ist der alte Reflex der Anleger sinnvoll, vorsorglich den Anteil defensiver Konsumgüter-Hersteller im Depot zu erhöhen. Allerdings sind diese Aktien derzeit alles andere als günstig.



Coca-Cola erhöhte seine Verschuldung um das Dreifache

Gemäss einer Langzeitanalyse von «Empirical Research» befindet sich das relative KGV der defensiven Aktien derzeit in den höchsten 10% aller historisch beobachteten Werte seit 1987. Die Sicherheit der historisch bewährten Fluchtburgen hat ihren Preis. Allerdings besteht für diese Titel noch ein neues und viel grösseres Risiko als ein über dem Marktschnitt liegendes Kurs/Gewinnverhältnis: Ihre rekordhohen Schuldenlasten.

Gerade die Konsumgüter-Hersteller mit ihren stabilen Free Cashflows nutzten die Dekade, um ihre Verschuldung in ungeahnte Höhen zu heben. Das Geld am Anleihenmarkt war billig zu bekommen und gleichzeitig riefen die Anleger nach Dividendenerhöhungen und Aktienrückkäufen.

Selbst eine konservative Ikone wie Nestlé hat diesem Druck inzwischen nachgegeben: Die Netto-Verschuldung des Lebensmittel-Multis wurde von traditionell unter 1x Ebitda (Brutto-Cashflow) auf 1.7x Ebitda raufgehebelt. Das ist aber immer noch ein relativ moderater Wert.

Andere Branchenvertreter waren viel aggressiver: Coca-Cola etwa erhöhte seine Verschuldung auf über 3x Ebitda (siehe Grafik unten). Mehr als 33 Milliarden Dollar Netto-Schulden führt der Getränkekonzern nun in den Büchern.



Die Netto-Verschuldung von Coca-Cola im Verhältnis zum Bruttocashflow Ebitda: Seit dem Jahr 2010 stieg die Verschuldung steil an auf über 3x Ebitda. Der Verlauf ist typisch für viele Konsumgüter-Firmen. (Quelle: Bloomberg).

Das Problem dabei ist auch: Die Verschuldung ist zwar gestiegen, die Cashflows jedoch nicht. Coca-Cola erzielt heute trotz zahlreichen Übernahmen nicht mehr Ebitda als vor zehn Jahren. Das überrascht nur bedingt: Farbiges Zuckerwasser ist nicht gerade das Trendgetränk der gesundheitsbewussten Millennial-Generation.

Es ist folglich ein langanhaltender, säkularer Trend, der auf die Cashflows des Cola-Konzerns drückt. Gegen rein zyklische Einbrüche dürfte das Getränkegeschäft weiterhin gefeit sein. Doch das Risiko, dass das vermeintlich stabile Kerngeschäft genau jetzt wegzubrechen droht, wo es die hochverschuldete Bilanz des Unternehmens dies am wenigsten verträgt, ist sehr gross.

Die Kombination eines wegbröckelnden Kerngeschäfts mit einer drückenden Schuldenlast macht viele historisch bewährte Fluchtburgen des Konsumgüter-Sektors bei nüchterner Betrachtung zu maroden Anlagen. Die Liste der potenziell gefährdeten Multis ist lang, hier nur ein paar prominente Beispiele dazu:

- Kraft-Heinz (Nettoverschuldung 4.7x Ebitda) verkauft Ketchup, Käse und Fertiggerichte und steht damit gegen den Trend zu frischer Ernährung und Superfoods.
- Anheuser-Busch InBev (Nettoverschuldung 4.8x Ebitda) wurde gross mit wässrigem Lagerbier, das durch den Trend zu lokal gebrautem und variantenreichem Craft Beer bedroht wird.
- Kellogg (Nettoverschuldung 3.9x Ebitda) und General Mills (Nettoverschuldung 4.5x Ebitda) bricht das Kerngeschäft mit Frühstücks-Cerealien weg im Zeitalter der Ernährung möglichst ohne Kohlenhydrate.

Hinzu kommt der langanhaltende Trend in den Supermärkten weg von Markenprodukten und hin zu günstigeren Private-Label-Produkten der Einzelhändler. In Europa ist dieser Prozess schon weit fortgeschritten. In den USA, wo viele Konsumgüter-Multis am meisten Geld umsetzen, holt er jedoch mächtig auf. Ein Faktor dahinter dürfte auch die abnehmende Bedeutung von Fernsehwerbung sein: Während ältere Generationen Abertausende Werbespots für Capri-Sonne, Kellogg's oder Philadelphia-Käse gesehen haben, sind viele dieser Marken den jüngeren Generationen des Smartphone-Zeitalters kaum noch bekannt. Wieso sollte man ohne Markenbewusstsein nicht einfach das günstigste Produkt im Regal kaufen?

Bei nüchterner Betrachtung sind viele dieser Papiere nur noch Schrott

Während es im Gemäuer vieler dieser Fluchtburgen erst langsam bröckelt, halten wir es für klug, die Aktien lieber zu früh als zu spät zurück zu lassen. Momentan werden praktisch alle ihre Schuldpapiere von den überaus gnädigen Rating-Agenturen noch mit einem BBB-Rating als «Investment Grade» eingestuft, obwohl sie rein quantitativ eigentlich schon zu den Schrott-Anleihen gehören würden. Doch wenn die Herabstufung auf «Junk» einmal kommt, werden auch die Aktien leiden: Dividendenkürzungen wie letztes Jahr bei Anheuser-Busch dürften dabei noch das geringste Übel sein. Im schlimmsten Fall drohen den Aktionären Kapitalerhöhungen, der Ausverkauf von Unternehmensteilen oder gar der Konkurs.

Viele dieser Titel sind deshalb in unseren Augen keine Qualitätsaktien oder Value-Aktien mehr – auch wenn Grossmeister Warren Buffett bei Kraft-Heinz oder Coca-Cola noch dabei ist. Die Kombination von schrumpfenden Cashflows und sehr hoher Verschuldung verschiebt diese Aktien tendenziell in die «Todeszone», in die wir unter keinen Umständen investieren wollen (siehe Quantex-Werte [Dezember 2018](#)).

Schuldenfreie Alternativen aus dem Gesundheitssektor

Als Fluchtburg-Alternativen zu den gängigen Namen aus dem Konsumgütersektor sehen wir derzeit vor allem grosse Biotech-Titel wie Amgen oder Biogen, die kaum verschuldet sind und ebenfalls nicht-zyklische Cashflows aufweisen. Oder aber japanische Pharma-Hersteller wie Astellas und Apotheken-Ketten wie Sundrug. Diese Unternehmen sind völlig schuldenfrei, haben stabile Free Cashflows und könnten ihre Dividenden und Aktienrückkäufe auch in einer allfälligen Konjunkturkrise durchziehen. Obendrein sind sie auch noch attraktiver bewertet als die Konsumgüter-Riesen. Alle vier Namen befinden sich deshalb derzeit im Quantex Global Value Fund. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Markus Rügsegger
Fondsmanager

+ Metall Zug

Nach unserer ersten Kaufempfehlung im Quantex Werte vom Mai 2015 bei rund 2550 Franken folgte einer Seitwärtsbewegung ein steiler Anstieg ab Anfang 2016, der den Titel auf über 4250 Franken katapultierte. Wir nutzen den Anstieg zum grossmehrheitlichen Verkauf unserer Position. Im Anschluss zeigte der Preis der Aktie nur noch eine Richtung: stark südwärts! Die Gewinnwarnung Anfang Juni 2019 drückte den Titel weiter auf nunmehr unter 2200 Franken.

Da die erwähnte Gewinnwarnung (Rückstellungen für Bodensanierungen in Zug sowie Kosten im Zusammenhang mit der Einführung von SAP bei V-Zug) auf einmaligen Faktoren und nicht auf markt- oder branchenspezifischen Gründen beruht, bewerteten wir den fortgesetzten Kursrückgang als übertrieben und kauften zu.

Vor allem drei Faktoren sprechen für eine Höherbewertung: der geplante Börsengang der Tochter V-Zug, das Margenverbesserungspotenzial bei Belimed sowie die reduzierte Zyklicität durch die im 2018 vollzogene Übernahme der Medizinaltechnikfirma Haag Streit.

– SK Hynix

Der drittgrösste Halbleiterhersteller der Welt und zweitgrösste Speicherchipfertiger, SK Hynix aus Südkorea, wurde von uns seit März 2018 im Emerging & Frontier Markets Fund gehalten. Jetzt haben wir ihn mit Verlust verkauft. Während der ganzen Zeit im Portfolio belief sich die Eigenkapitalrendite auf über 30%, die EBIT Marge auf über 45% und Eigenkapitalquote auf über 70%. Nur: der Gewinn bricht weg und zwar markant: das geschätzte Wachstum des Gewinns lag im März 2018 bei 25%, jetzt bei minus 63%! 2017 und 2018 stiegen vor allem die DRAM Speicherpreise deutlich; heute herrscht ein Preiskampf um Marktanteile zwischen Intel, Samsung, Micron, Toshiba, TSMC und eben SK Hynix. Zu allem Überfluss hat Japan in der ersten Juliwoche Exportkontrollen von benötigten Hightech-Materialien wie z.B. Photolacken für Südkorea eingeführt, welche das Unternehmen empfindlich treffen.

Wer und ob überhaupt jemand mittelfristig siegreich aus diesem „Race-to-the-bottom“ im Halbleitergeschäft herausgeht, bleibt vorerst ungewiss. Gefährlich ist für uns, dass der Branche jetzt, im zyklischen Hoch, die Gewinne wegbrechen.

A propos: Weiter im Portfolio bleibt Samsung, die breiter aufgestellt und durch eine Krise im Management und in der Erbregelung des Gründers an der Börse günstig bewertet sind.



Maurice Rüegg
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 4. Juli 2019

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellevue Group	Banken	7	48.5%	5.4%
Tornos	Maschinenind.	7	10.2%	5.0%
Kardex	Maschinenind.	5	3.6%	2.3%
Roche	Pharma	5	6.1%	3.1%
SIG Combibloc	Maschinenind.	5	1.0%	3.2%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
PulteGroup	Hausbau	8	12.2%	1.3%
Discovery	Medien	7	7.2%	0.0%
Cummins	Maschinenind.	7	7.5%	2.7%
Synchrony Financial	Finanzdienstl.	7	29.1%	2.4%
Viacom	Medien	7	9.5%	2.6%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Micro Focus	Software	9	6.0%	23.7%
Michelin	Autoteile.	8	4.7%	3.3%
Signify	Elektrocomp.	8	8.9%	4.9%
KGHM	Bergbau	8	4.2%	0.0%
Persimmon	Hausbau	6	12.2%	11.8%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Fusheng Precision	Freizeitsprod.	10	9.8%	4.9%
Assore	Bergbau	10	8.9%	5.7%
DCM Shriram	Chemie	9	4.1%	1.8%
SABESP	Wasser	9	8.7%	2.5%
Chong Hong	Immobilien	9	9.8%	7.0%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Highland Gold	Russland	7	6.4%	3.6%
Trans-Siberian	Russland	7	7.3%	6.7%
Polymetal	Russland	6	2.3%	3.6%
Regis Resources	Australien	6	4.8%	4.2%
Centerra Gold	Kanada	5	4.8%	0.0%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
ThyssenKrupp	Eisen & Stahl	-8	-3.7%	1.2%
Wisekey	Internet	-8	-8.5%	0.0%
Basilea Pharma	Biotechnologie	-7	-34.3%	0.0%
Iamgold	Goldminen	-7	-15.0%	0.0%
General Electric	Mischkonzerne	-5	-3.0%	1.4%

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-	11.7.2019	224.20	+9.3%
		EUR -R-	11.7.2019	131.14	+9.6%
		USD -R-	11.7.2019	139.63	+8.9%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	11.7.2019	174.88	+16.1%
		USD -R-	11.7.2019	74.16	+15.7%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	11.7.2019	183.21	+1.7%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	11.7.2019	102.35	+11.7%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	11.7.2019	1.23	+6.4%
		CHF -3a-	11.7.2019	0.95	+6.4%

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

