QUANTEX WERTE
Der monatliche Anlegerbrief

Ausgabe Nr. 102
März 2024

Peter Frech
Fondsmanager

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die ungeliebte Defensive 1
Aktien PlusMinus: Mader Group und Inmode 4
Quant-Corner 5
Über Quantex 7

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Wichtige Veränderungen auf der Welt geschehen oft langsam und ohne viel Aufmerksamkeit. Indien zum Beispiel hat kürzlich die einstige Kolonialmacht Grossbritannien als fünftgrösste Volkswirtschaft der Welt überholt. Noch vor 20 Jahren war die indische Wirtschaft in Dollar gerechnet nur ein Drittel so gross wie die britische. Dank hohen Wachstumsraten wird Indien in den nächsten fünf Jahren vermutlich auch Deutschland und Japan überholen und auf Platz drei vorrücken. Chinas Wachstum dagegen stottert. Gleichwohl rückt das Reich der Mitte in der Wertschöpfungskette weiter nach oben und verdrängt westliche Industriefirmen mit billigen Elektroautos, Zügen oder Baggern vom Weltmarkt. Mittlerweile exportiert China 36% seiner Güter in den globalen Süden und nur noch 29% in die Industrieländer der G7. Gemäss neusten Auswertungen von Jefferies wird ein Viertel des chinesischen Handels bereits in Renminbi abgewickelt. Vor fünf Jahren war es nur halb so viel. Im Swift-Zahlungssystem hat sich der Anteil der chinesischen Währung in drei Jahren verdoppelt auf 5% – und dies ohne den von Swift ausgeschlossenen Handel Chinas mit Russland. Die Entkopplung Chinas und des globalen Südens von den G7 schreitet rapide voran, ebenso die De-Dollarisierung des Welthandels. Wir investieren aus Risikoüberlegungen weiterhin nicht in China. Aber dass sich für die meisten Anleger mittlerweile alles nur noch um den US-Markt und ein paar wenige Tech-Titel dreht, ist angesichts dieser Veränderungen geradezu absurd.

Titelgeschichte

Die ungeliebte Defensive

Mit einer guten Defensive werden im Sport traditionell Meisterschaften gewonnen. Auch beim Investieren ist das Vermeiden grosser Verluste für einen guten langfristigen Track Record von höchster Wichtigkeit. Doch defensive Aktien und Anlagen sind derzeit so unbeliebt wie schon lange nicht mehr. Zeit für uns, bei defensiven Titeln verstärkt zuzugreifen.

Das Börsengeschehen erinnert derzeit an ein Fussballspiel von Kleinkindern: Die ganze Meute rennt wie ein Hühnerhaufen dem Ball nach – von taktischer Aufstellung und Abwehrarbeit keine Spur. Genauso wie die Kleinen auf den Ball, sind am Aktienmarkt alle nur noch auf mögliche Gewinne mit dem heissen Thema Künstliche Intelligenz fokussiert. Allenfalls interessiert auch noch die Frage, wann die ersehnten Zinssenkungen denn endlich kommen, welche den Aktien zusätzlichen Schub verleihen sollen. Nur die Upside zählt.

Die Defensive dagegen kümmert kaum noch jemanden. Die Inflation gilt als unter Kontrolle. Die noch vor einem Jahr befürchtete Rezession gilt als abgesagt. Geopolitische Risiken? Das ist so 2022. Sorgen um die maroden Staatsfinanzen? Das war in der Eurokrise vor zwölf Jahren allenfalls ein Thema. An die generell hohen Aktienbewertungen hat man sich eh längst gewöhnt. Nicht Value, sondern gute Stories zählen, weiss doch jedes Kind.

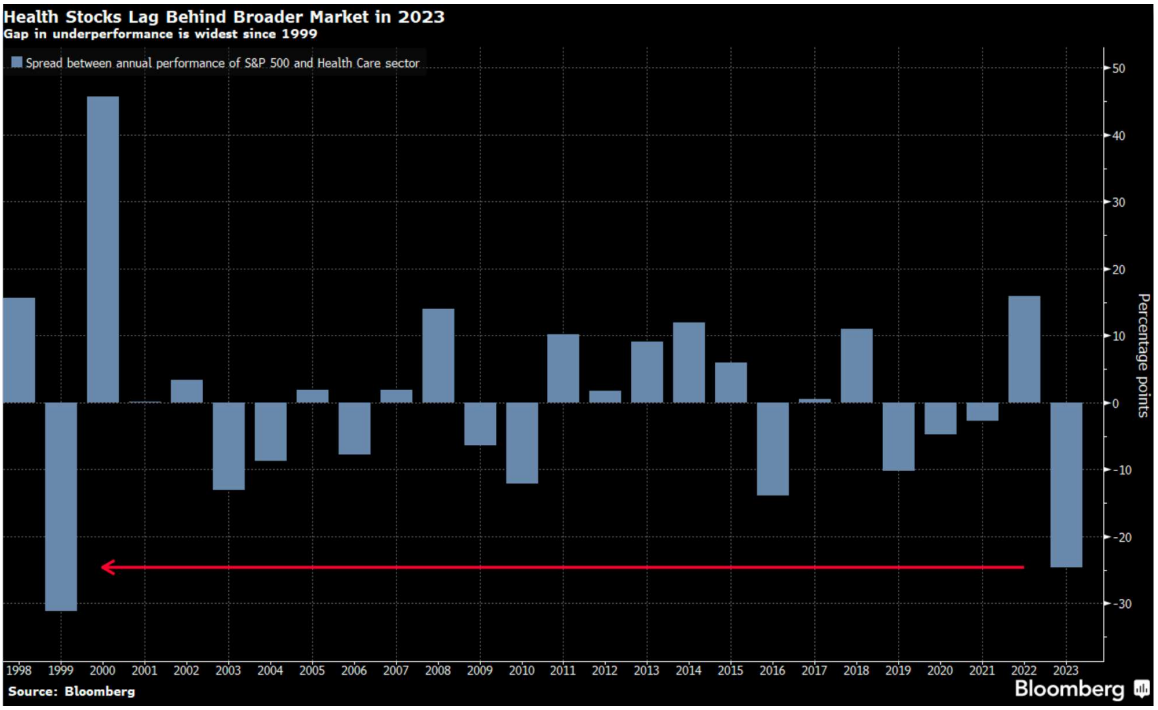
Auch besonnene Vermögensverwalter in unserem Umfeld werden von ihren Kunden zu einer offensiveren Aufstellung mit mehr Tech-Aktien gedrängt, schliesslich spielen jetzt alle so.

An der Seitenlinie sind die Bären unter den Marktkommentatoren und Strategen inzwischen praktisch alle verstummt, nachdem ihre Rezessionsprognosen für 2023 gefloppt waren. Dafür heizen die Cheerleader mit ständig neuen fantastischen Kaufargumenten die Euphorie um die offensiven Superstars an.

Sind wir bei Quantex die letzten Pessimisten am Aktienmarkt? Tatsächlich sehen wir weiterhin verschiedenste Gründe, um besorgt zu sein. Jedoch spielt unsere Meinung zum Marktgeschehen bei der effektiven taktischen Aufstellung der Portfolios möglichst keine Rolle. Wir lassen uns von einem Bottom-Up-getriebenen Selektionsprozess leiten.

Defensivspieler werden vom Platz genommen

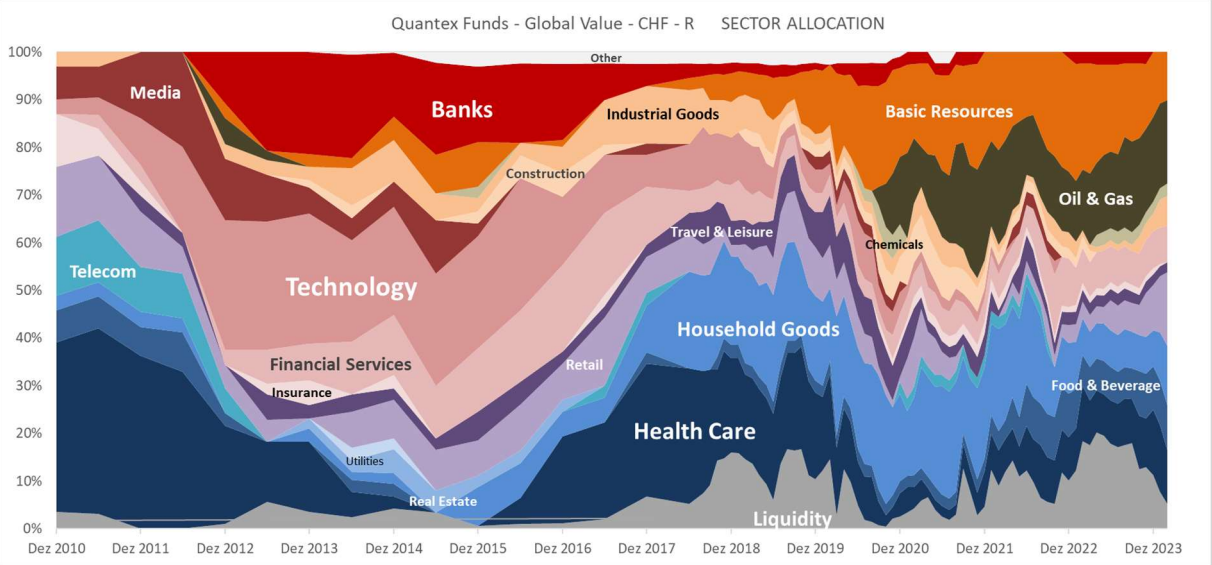
Aus dieser Perspektive war in den letzten zwölf Monaten höchst interessant zu beobachten, wie die Anleger im grossen Stil versucht haben, ihre defensiven Spieler loszuwerden. Aktien aus dem defensiven Gesundheitssektor sind 2023 um mehr als 20 Prozentpunkte hinter dem US-Gesamtmarkt zurückgeblieben. Eine so extreme Underperformance gab es zuletzt nur im Jahr 1999, das von der damaligen Internet-Euphorie bei Tech-Aktien geprägt war (siehe Grafik unten).



Eine Analyse von Empirical Research ergab Ende Oktober ein ähnliches Bild für Aktien aus dem Bereich Konsumgüter des täglichen Gebrauchs (Consumer Staples): Eine Underperformance von 21 Prozentpunkten, die ebenfalls nur im Jahr 1999 noch dramatischer gewesen war. Seither sind viele defensive Aktien weiter gefallen, während der Gesamtmarkt weiter zulegen konnte. Auch viele qualitativ schlechte Zykliker konnten seit Oktober ein starkes Rally verbuchen, befeuert vom Ausblick auf baldige Zinssenkungen durch die Zentralbanken. Die Bewertungsprämie von rund 30%, welche die defensiven Konsumgüter-Aktien in Erwartung einer Rezession anfangs 2023 noch hatten, ist im Verlauf des letzten Jahres völlig verschwunden.

Ein solides Business und stabile Free Cashflows sind offensichtlich nicht mehr besonders gefragt am Markt. Wenn wir jedoch defensive Qualität ohne eine Bewertungsprämie kaufen können, greifen wir immer gerne zu. Seit letztem Oktober kamen die Zukäufe in den Quantex-Fonds praktisch alle aus diesen beiden defensiven Sektoren: Der Labor-Ausstatter Mettler-Toledo, der Pharmakonzern Bristol-Myers Squibb und der Krankenversicherer Cigna Health sind im Gesundheitssektor tätig. Dino Polska, Sendas Distribuidora und Ahold sind alles Einzelhändler für Lebensmittel. Mit Unilever und Reckitt-

Benckiser kauften wir zudem zwei klassische Konsumgüter-Multis. Das Aktien-Portfolio des Global Value Funds hat sich entsprechend deutlich in diese Richtung verschoben (siehe Grafik unten).



Defensive Sektoren, farblich blau bis lila markiert, gewinnen im Global Value Fund seit Oktober an Gewicht zu Lasten von zyklischeren Minenaktien (Basic Resources) und der Liquidität.

Doch nicht nur innerhalb des Aktienmarkts lässt sich die breite Vernachlässigung der Defensive beobachten. Auch verschiedene andere defensive oder direkt antizyklische Investments hatten die letzten zwölf Monate einen schweren Stand. Der Volatilitätsindex VIX sank auf unter 13 Punkte, so tief lag er zuletzt nur Anfang 2020 vor dem Corona-Crash. Er zeigt damit wenig Bedarf an einer Absicherung des Portfolios mit Optionen an.

Der Goldpreis konnte zwar leicht zulegen, interessanterweise jedoch mit starken Outflows in den Gold-ETF: Westliche Privatanleger verkauften das gelbe Edelmetall, während östliche und südliche Zentralbanken kauften. Der stark mit der Euphorie an der Nasdaq korrelierte Bitcoin stahl dem Gold einmal mehr die Show.

Bei den Unternehmensanleihen sank der Zinsaufschlag für Ramschpapiere von 5% Anfang 2023 auf nur noch 3.6% heute. Auch der Aufschlag für schlechtere Schuldner im Bereich Investment Grade ging deutlich zurück. Die Angst vor Zahlungsausfällen ist überraschend gering, trotz anhaltend hohen Zinsen und steigenden Konkursen in der Privatwirtschaft.

Viel Sorglosigkeit an allen Märkten also: Die Angst, die Fortsetzung des Tech-Booms zu verpassen, ist offensichtlich grösser als die Angst vor Verlusten. Angst ist jedoch immer ein schlechter Motivator beim Investieren. Aus unserer antizyklischen und Bottom-Up-getriebenen Überzeugung halten wir deshalb verstärkt dagegen. Schliesslich muss in einem Portfolio auch jemand die ungeliebte Defensivarbeit übernehmen. (pfr)

Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Mader Group

Livio Arpagaus
Aktienanalyst

Mader Group wurde 2005 von Luke Mader in Australien gegründet. Das Unternehmen spezialisiert sich auf die Instandhaltung von Grossfahrzeugen im Bergbau. In ihrem Heimmarkt beträgt Maders Marktanteil 40%. Reparaturen an neuen Fahrzeugen fallen unter die Garantieleistungen der Hersteller wie Caterpillar. Die Garantiedauer deckt aber nur 20-50% der Lebensdauer eines Fahrzeuges ab. Nach dem Garantieverfall wechseln viele Kunden zu Mader, weil sie etwa 30% günstiger und markenunabhängig arbeiten. Bis vor vier Jahren war Australien Maders einziger Markt. 2020 hat das Unternehmen aber den Schritt nach Nordamerika gewagt und dieser Teil macht heute bereits ein Viertel des Umsatzes aus. Noch erfreulicher ist, dass in den USA und Kanada die Margen höher sind. Mader ist wenig kapitalintensiv. Der grösste Kostenblock, aber auch das grösste Gut der Firma, sind die Mitarbeiter. Luke Mader ist dies bewusst und bietet deshalb seinen Mitarbeitern die Möglichkeit, die Welt zu bereisen und organisiert jährlich Abenteueraktivitäten, um die Leute bei Laune zu halten. Zudem halten die Mitarbeiter rund 20% aller Aktien der Firma, Luke Mader gehören weitere 57%. Mit einer Free Cashflow-Rendite von 4% scheint die Aktie eher teuer. Hier handelt es sicher aber um eine wunderbare Firma zu einem fairen Preis. Gleichzeitig glauben wir, dass das Wachstum in Nordamerika den Aktionären eine positive Überraschung bescheren könnte.

– InMode

Moritz Nebel
Aktienanalyst

Im Februar haben wir die Aktien von Inmode nach nur vier Monaten verkauft. Die israelische Firma stellt hochfrequenzbasierte Apparate für die Schönheitschirurgie her. Das Geschäft erzielt hohe Margen und die Renditen auf das eingesetzte Kapital sind exzellent. Inmode erlebte in den Corona-Jahren einen Boom, der aufgrund der tiefen Kapitalbedürfnisse des Geschäftsmodells die Kassen füllte und zu einer Netto-Cashposition von über 700 Mio. USD führte. Ein Manko beim Kauf war die Kapitalallokation. Obwohl die Bewertung der Aktie sehr tief war, fast die halbe Marktkapitalisierung als Cash in der Bilanz lag und die Kapitalbedürfnisse des Geschäfts gleich null sind, weigerte sich das Management, eigene Aktien zurückzukaufen oder eine Dividende zu zahlen. Wir investierten wegen der sehr attraktiven Bewertung und der Hoffnung auf zukünftige Ausschüttungen. Mit der Präsentation der Quartalszahlen im Februar mussten wir jedoch einsehen, dass diese Hoffnungen wohl nicht erfüllt werden. Die Zahlen waren im Rahmen der Erwartungen. Ausschüttungen erteile das Management allerdings erneut eine Absage. Dafür wird verstärkt nach Übernahmezielen gesucht. Das Management versteht leider nicht, dass die Hürde für eine wertstiftende Übernahme für Inmode sehr hoch ist. Das Übernahmeziel müsste ähnliche Kapitalrenditen (über 30%) und Bruttomargen (über 80%) wie sie selbst erzielen. So eine Unternehmung zu einer ähnlichen Bewertung wie die von Inmode (Free-Cashflow-Rendite von 9%) zu finden, ist unmöglich. Ein Aktienrückkauf ist daher die einzig sinnvolle Alternative. Wir müssen feststellen, dass das Management nicht verantwortungsvoll mit unserem Geld umgeht und Besserung erstmal nicht in Sicht ist. Aufkommende Sammelklagen rund um das Marketing der Firmenprodukte reichten dann für uns aus, um die Aktie aus dem Depot zu werfen.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 5. März 2024

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Jungfraubahn	Transport	8	7.6%	2.1%
Mikron	Werkzeug	8	24.0%	1.2%
Banque Cant Geneve	Banken	6	-	0.5%
Holcim	Baumaterialien	6	7.8%	3.4%
Novartis	Pharma	6	5.4%	3.5%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Diamondback Energy	Öl & Gas	8	3.1%	4.5%
Verizon Comm	Telekomm	7	6.9%	6.5%
Celanese	Chemie	6	4.8%	1.8%
Ebay	Internet	6	7.5%	2.0%
Snap-On	Werkzeug	6	6.9%	2.4%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tenaris	Metallwerkzeug	8	20.6%	3.0%
Talanx	Versicherungen	8	-	3.0%
Michelin	Autoteile	7	11.7%	3.7%
Buzzi	Baumaterialen	7	7.3%	1.4%
Generali	Versicherungen	7	4.0%	5.3%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Danaos	Transport	11	20.7%	4.4%
Great Eastern Ship	Transport	11	20.0%	3.2%
Indo Tambangraya	Kohle	9	12.2%	33.4%
NMDC	Eisen & Stahl	9	8.6%	4.7%
Richter Gedeon	Pharma	8	5.0%	4.1%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pan African Resources	UK	10	-2.2%	3.8%
Galiano Gold	Kanada	7	-0.4%	0.0%
Lundin Gold	Kanada	7	15.5%	3.2%
Centamin	Ägypten	7	6.4%	3.7%
Dundee Precious	Kanada	6	29.1%	2.2%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Avolta (Dufry)	Einzelhandel	-8	12.0%	0.0%
Electrolux	Hauseinrichtung	-8	-0.1%	0.0%
Boeing	Luftfahrt/Rüstung	-8	3.0%	0.0%
American Airlines	Fluglinien	-7	7.6%	0.0%
Telecom Italia	Telekomm	-7	0.3%	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 bewerten 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-	4.3.2024	**409.44**	+4.7%
		EUR -R-	4.3.2024	**267.84**	+0.9%
		USD -R-	4.3.2024	**285.11**	-0.9%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	4.3.2024	**121.57**	+4.5%
		EUR -S-	4.3.2024	**137.48**	+0.8%
		USD -S-	4.3.2024	**121.64**	-1.1%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	4.3.2024	**224.98**	+0.5%
		USD -R-	4.3.2024	**106.67**	-4.4%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz	Quantex Funds – Nebenwerte Schweiz	CHF -R-	4.3.2024	**211.96**	+0.9%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	4.3.2024	**2.03**	+0.1%
		CHF -3a-	4.3.2024	**1.57**	+0.1%

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