



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

«Make America Great Again» lautet das Motto von Präsident Trump. Der amerikanische Aktienmarkt ist allerdings schon längst grossartig: Seit elf Jahren hat der S&P-500-Index den Rest der entwickelten Welt gemessen am MSCI-EAFE-Index geschlagen – und zwar um satte 7.1% pro Jahr! Dies ist gemäss AthenalInvest die längste Phase der US-Outperformance gegenüber Europa und Asien seit mindestens 1978. Es waren vor allem die amerikanischen Tech-Megakonzerne, welche mit ihrem Wachstum und rekordhohen Margen die Dominanz der US-Börsen getrieben haben. Inzwischen machen die USA 54% des Weltaktienindex MSCI All-Country aus, obwohl sie nur 22% der globalen Wirtschaftsleistung erbringen. Die Vergangenheit lehrt, dass kein Aktienmarkt für immer und ewig outperformt. Japan stellte am Ende seiner Spekulationsblase im Jahr 1989 stolze 44% des Weltaktienindex. Japanische Firmen wie Toyota und Sony galten als unbesiegbar. Heute macht Japans Börse weniger als 10% des Weltaktienmarkts aus. Keine Dominanz währt ewig. Ein Comeback europäischer und asiatischer Aktien wird immer wahrscheinlicher. Vor allem auch, weil diese Märkte im Schnitt günstiger bewertet sind. Während wir keine Top-Down-Aktieninvestitionen vornehmen, fällt bei unseren Screenings doch auf, dass wir immer weniger attraktive Titel in den USA finden. Ob Präsident Trump mit seiner Politik die Wirtschaft Amerikas wirklich voran bringt, steht noch in den Sternen. Der US-Aktienmarkt scheint allerdings seine beste Zeit bereits hinter sich zu haben.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Das Risiko in der Todeszone.....	1
Aktien Plus Minus: Biogen und Pan American Silver	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Das Risiko in der Todeszone

Die Spassphase am Aktienmarkt ist definitiv vorbei. Die nächste Rezession und Kreditkrise ist nicht mehr weit. Entsprechend gilt es, die Risiken einzelner Aktienpositionen genau zu überprüfen.

Alex Honnold ist in der Kletterszene weltberühmt. Er gilt als bester Free-Solo-Kletterer, also das Klettern ohne Seil und ohne Sicherung. Er hat dieses Jahr als erster Mensch die grösste Felswand im Yosemite National Park alleine durchstiegen. Er wird oft über seine Sichtweise zu Risiko befragt. In seiner Antwort unterscheidet er zwischen Risiko und Konsequenz. Risiko ist, dass etwas passiert und Konsequenz ist das Resultat daraus. Bei ihm sind die Konsequenzen eindeutig und sehr hoch, nämlich der sichere Tod. Das Risiko versucht er durch stetes Training, mehrmaliges Wiederholen einer Route mit Seil und mentale Vorbereitung zu verkleinern. Bis jetzt ist es ihm gelungen...

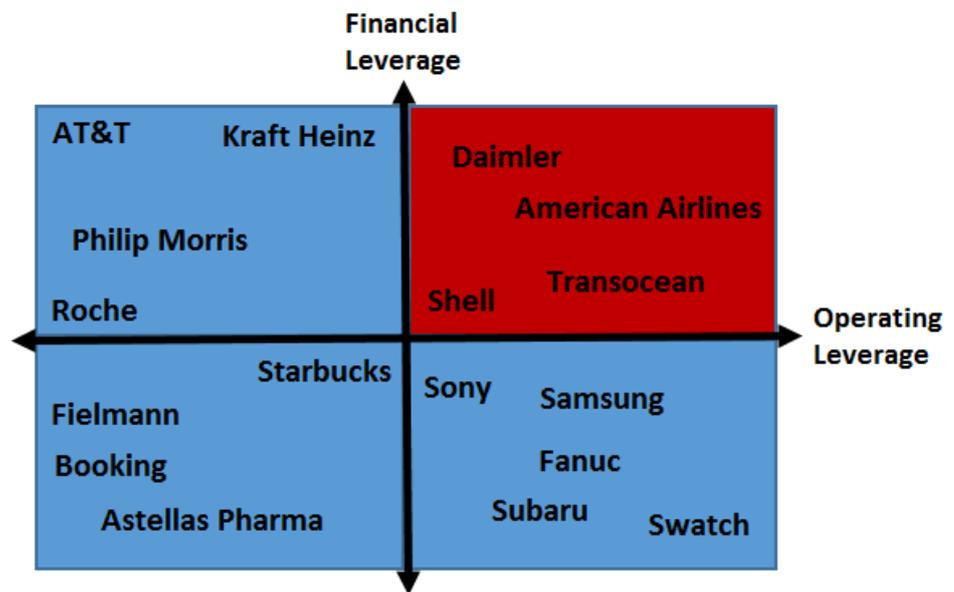
Beim Investieren sind wir auch mit Risiko konfrontiert. In diesem Artikel möchten wir erklären, wie wir bei der Quantex über Risiko nachdenken, fernab von Volatilität, Value-at-Risk und anderen akademischen Definitionen, die für die Praxis nichts taugen. Diese Kennzahlen messen nur die Schwankungen der Aktienkurse, nicht das effektive Risiko der dahinter stehenden Beteiligung an einem Unternehmen.

Auch wir unterscheiden Risiko und Konsequenz. Risiko definieren wir ganz nach Howard Marks von Oaktree: Mehr Ereignisse können eintreffen als es am Ende effektiv tun. Wir sprechen hier von einer Range of Outcomes (ROO), also ein Spektrum möglicher Realitäten. Bei Aktien folgen daraus unterschiedliche Renditen, also die Konsequenzen.



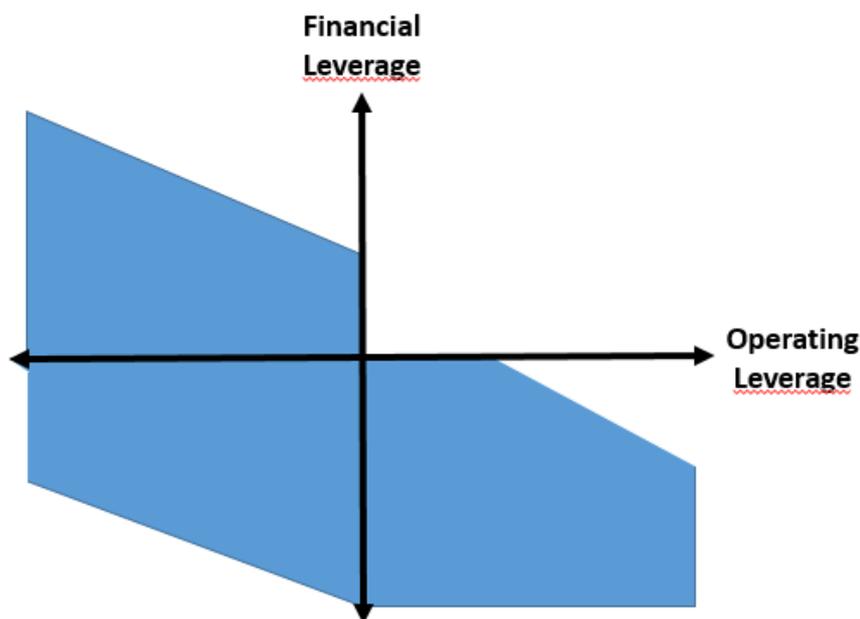
Sowohl die Range of Outcomes als auch die möglichen Renditen eines Aktieninvestments hängen dabei aus unserer Sicht vor allem von zwei Faktoren ab: Der Schwankungsanfälligkeit oder Zyklizität der Cashflows eines Unternehmens und von seiner Bilanzqualität.

Beispielsweise ist die Range of Outcomes beim Uhrenhersteller Swatch breiter als bei Nestlé, weil Luxusartikel zyklischer sind als das Nahrungsmittelgeschäft. Aus dieser Sicht ist Swatch das riskantere Investment. Nestlé ist auch weniger riskant als Kraft Heinz, weil der amerikanische Lebensmittelmulti eine deutlich schlechtere Bilanz aufweist. Wir nennen Zyklizität kurz Operating Leverage und Bilanzqualität Financial Leverage und denken uns dabei ein simples Vier-Felder-Model mit ein paar aktuellen Aktienbeispielen:



Die X-Achse zeigt die Schwankungsanfälligkeit des Kerngeschäfts einer Firma, die Y-Achse die Nettoverschuldung. Roche ist beispielsweise in einer sehr stabilen Industrie und besitzt eine breite Produktpalette (wenig Operating Leverage), hat aber eine leichte Nettoverschuldung, weshalb die Aktie leicht über der X-Achse liegt. Subaru als Autobauer ist sehr zyklisch, hat aber einen riesigen Cashbestand in der Bilanz und ist somit unten rechts anzusiedeln. Der rote Quadrant oben rechts ist die sogenannte «Todeszone», in der Firmen mit hohem Operating wie auch Financial Leverage liegen. Hier sind die Range of Outcomes am breitesten und die Konsequenzen von Fehlern am schlimmsten, also extreme Renditen am häufigsten. Wer in der Todeszone investiert, glaubt sehr gut im Research oder im Timing von Zyklen zu sein. Wenn man nämlich den richtigen Einstiegszeitpunkt bei einer doppelt gehebelten Firma erwischt, kann man schnell dreistellige Renditen einfahren. Logischerweise tummeln sich hier aber auch die meisten konkursgefährdeten Unternehmen und damit mögliche Totalverluste.

Wir geben gerne zu, dass wir im Timing von Konjunktur- und Sektorzyklen nicht gut sind. Also lassen wir die Finger von dieser Todeszone, ganz nach unserem Glauben an die negative Kunst des Investierens (siehe [QuantexWerte März 2018](#)). Unser effektives Aktienuniversum beschränkt sich auf diesen Teil des Marktes:

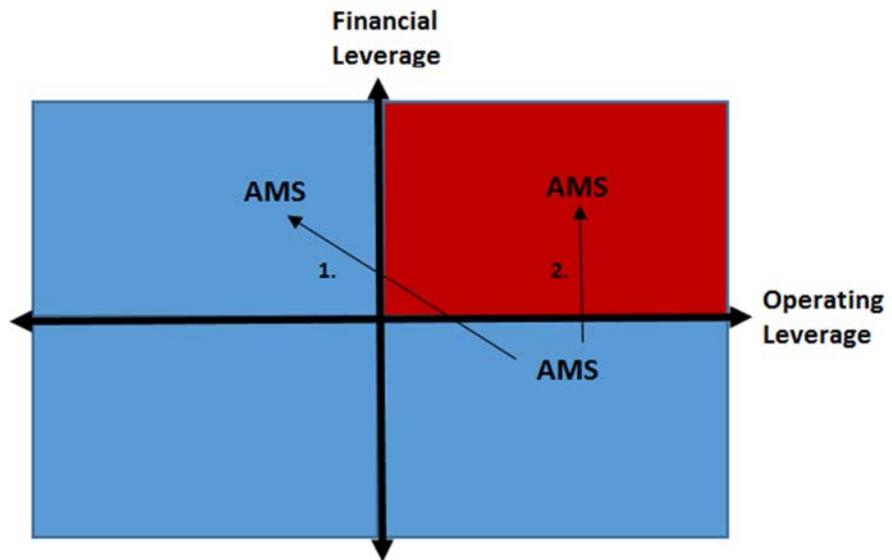


In diesem blauen Bereich glauben wir, mit grosser Wahrscheinlichkeit den grössten Fehlern aus dem Weg gehen zu können. Mit Operating Leverage können wir gut leben, solange ein genug grosser Cash-Berg vorhanden ist, der uns die Zeit bis zum Turnaround überbrücken kann. Peter Lynch hat einmal gesagt: «Es ist schwierig, pleite zu gehen, wenn man keine Schulden hat». Das glauben wir auch. Beim Financial Leverage sind wir viel vorsichtiger. Der Zinsmarkt kann über Jahre sehr einschläfernd wirken, bis es plötzlich rasante Umbrüche gibt. Falls Schulden variabel verzinst sind oder zum falschen Zeitpunkt refinanziert werden müssen, kann es sehr schnell übel enden.

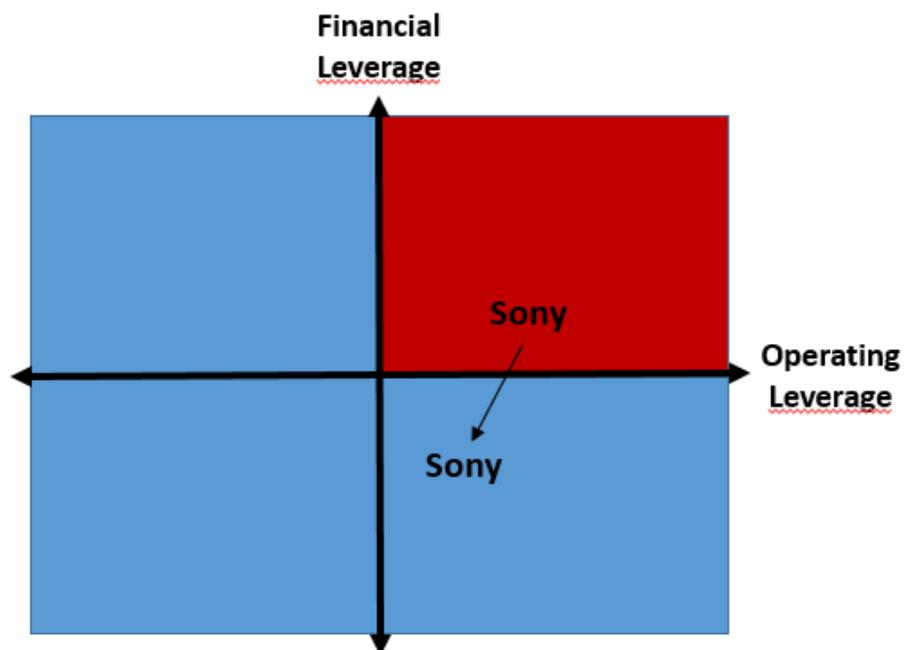
Das andere Extrem des Marktes, wenig Operating Leverage und viel zu wenig Financial Leverage ganz in der linken unteren Ecke der Grafik, wollen wir aber auch nicht unbedingt. Normalerweise handelt es sich hier um koreanische oder japanische Firmen, die eigentlich sehr wenig Kapital benötigen, aber Cash in ihrer Bilanz horten. Dieses Verhalten sieht man oft bei alteingesessenen Unternehmen mit Managementteams, die nur durch einen Fixlohn entschädigt werden und den Minderheitsaktionär als nützlichen Idioten betrachten.

Wir versuchen also, einen Grossteil des Verlustpotenzials zu reduzieren, ohne allzu viel vom Gewinnpotenzial aufzugeben. Erschwerend kommt jetzt aber hinzu, dass sich die Positionierung eines Unternehmens über die Zeit verändern kann.

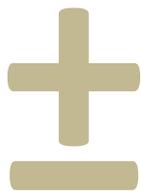
Nehmen wir das Beispiel AMS. AMS ist ein österreichisches Halbleiterunternehmen, welches unter anderem Sensoren für Smartphones herstellt. Apple ist Grosskunde. Noch bis 2015 galt das Smartphone und deren Zulieferer als zyklisches Geschäft. AMS hatte bis dahin eine gute Bilanz mit Nettocash, auch weil sie in der Finanzkrise hart in Mitleidenschaft gezogen worden waren. 2016/17 änderte sich die Meinung zu Smartphones aber sehr schnell, und plötzlich galt die gesamte Branche inklusive Zulieferer wie AMS als nicht mehr wirklich zyklisch. Gleichzeitig konnte sich AMS vor Bestellungen für ihre Sensoren fast nicht mehr retten und fing an, Kapazitäten rapide aufzubauen. In diesem Zuge wurde aus einer Nettocash-Position eine Nettoverschuldung von 1.6 Milliarden Franken. Den Markt hat dies aber nicht gross interessiert, weil er geglaubt hat, dass AMS im Vier-Felder-Modell die Verschiebung 1 nach links oben in der folgenden Graphik durchlebt hat. In den letzten Monaten hat sich nun offenbart, dass die Halbleiterindustrie trotz allem immer noch zyklisch ist, und AMS brechen die Umsätze weg. Das Unternehmen hat effektiv die Verschiebung 2 in die Todeszone hinter sich und ist folglich kein Investment für uns, egal zu welchem Preis.



Ein Gegenbeispiel für eine positive Verschiebung ist Sony. Der japanische Konzern hat sein Operating Leverage verringern können dank des starken Wachstums im Servicegeschäft für Playstation-Spiele und Musik. Hier sind die Margen grösser als bei Haushalts-elektronik und die Einnahmen vermehrt auf wiederkehrenden Abonnements basiert. Gleichzeitig konnte Sony die Bilanzrelationen dank starken Free Cashflows verbessern, so dass aus einer leichten Netto-Verschuldung nun eine Netto-Cash-Position geworden ist. Interessant dabei aus unserer Sicht: Die Bewertung des Titels ist trotz vermindertem Risikoprofil tief geblieben.



Eine weitere entscheidende Komponente beim Investieren ist der Preis, den man für eine Aktie zahlt. Der Preis beziehungsweise die Bewertung einer Aktie verändert in unseren Augen jedoch vor allem den Erwartungswert der Rendite eines Investments: Die ganze Range of Outcomes eines Investments verschiebt sich durch einen tieferen Preis sozusagen mehr in den positiven Bereich. Das heisst, die Wahrscheinlichkeit auf eine gute oder sogar sehr gute Rendite steigt. (Ia)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

+ Biogen

Es hört sich unlogisch an, ist es aber nicht: Obwohl Biogen im Preis gestiegen ist, scheint uns die Aktie heute günstiger als auch schon. Biogen ist der Marktführer in der Bekämpfung von Multipler Sklerose und bereits seit einiger Zeit auf unserer Watchlist. Mitte 2016 hatten wir es das erste Mal verpasst, die Aktie zu kaufen, im Mai 2017 und 2018 jeweils auch. Jetzt haben wir doch noch zugeschlagen bei rund 315 Dollar je Aktie. In der Vergangenheit war sie nach einem Abschwung jeweils zu 260 Dollar zu haben, was uns aber eine Spur zu teuer schien. Wie kann es also sein, dass wir jetzt bei 315 Dollar gekauft haben: Ein Fall von Fear of Missing Out? Keineswegs. Die letzten Quartalszahlen hatten uns veranlasst, unsere Free-Cashflow-Annahmen um 400 Millionen Dollar zu erhöhen, weil sich der Geschäftsgang besser entwickelt hat, als wir angenommen hatten. Gleichzeitig hat das Management wieder 5% aller Aktien zurückgekauft und somit den Fairen Wert pro Aktie zusätzlich erhöht. Dadurch hat es sich ergeben, dass die Aktie im Verhältnis zum Fairen Wert attraktiver geworden ist, trotz gestiegenem Kurs.

– Pan American Silver

Übernahmen sind einer der grössten Spassverderber im Aktiengeschäft. Auch operativ gut geführte Unternehmen vernichten immer wieder Aktionärswert mit schlechten Deals. Nach der Ankündigung der Akquisition von Tahoe Resources haben wir deshalb unsere langjährige Position in Pan American Silver verkauft.

Die kanadische Pan American erfüllte lange Jahre alle unsere Ansprüche an eine gut geführte Minenaktie: Eine solide Bilanz mit Netto-Cash und ein operativ über mehrere Silberminen in Lateinamerika diversifiziertes Risiko. Dazu immer etwas Free Cashflow.

Das Akquisitionsziel Tahoe dagegen befindet sich in einer schweren Notlage: Die eigentlich hochprofitable Silbermine der Firma in Guatemala ist auf Grund eines Gerichtsbeschlusses geschlossen worden. Tahoe hat sich über Jahre den Goodwill der lokalen Bevölkerung verspielt. Die anderen Minen in Peru und Kanada sind bestenfalls marginal profitabel, so dass sich Tahoe auch finanziell in Schieflage befindet.

Umso mehr erstaunt es, dass Pan American für die marode Tahoe einen so stolzen Preis von rund 1 Milliarden US-Dollar in eigenen Aktien offerierte: Zwischen 27% und 32% der fusionierten Firma werden an die Aktionäre von Tahoe abgegeben. Natürlich ist der Plan, die Silbermine Tahoes in Guatemala mit besserem Management wieder zum Laufen zu bringen. Doch auch wenn das gelingt, wurde ein stolzer Preis bezahlt. Wenn nicht, wurde ohne Not ein Drittel von Pan Americans Aktionärswert verschenkt.



Peter Frech
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 11. Dezember 2018

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Swiss Life	Versicherungen	5	9.8%	3.6%
Bossard	Metallindustrie	4	2.8%	3.1%
Vetropack	Verpackungen	4	7.5%	2.3%
Novartis	Pharma	4	5.1%	3.3%
Roche	Pharma	4	6.1%	3.4%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pfizer	Pharma	7	5.6%	3.1%
Viacom	Medien	7	7.9%	2.7%
Express Scripts	Pharma	6	6.2%	0.0%
Macy's	Einzelhandel	6	9.5%	4.7%
Biogen	Biotechnologie	5	7.8%	0.0%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pearson	Medien	7	10.4%	1.9%
Hannover Rück	Versicherungen	6	-	4.3%
SEB AB	Banken	6	-	6.5%
Taylor Wimpey	Hausbau	6	15.7%	11.8%
Scor	Versicherungen	5	11.2%	4.1%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MMK Magnitogorsk	Eisen & Stahl	11	12.0%	13.5%
Nichidenbo	Elektrocomp.	11	8.4%	4.4%
China Res Cement	Baustoffe	10	13.2%	6.0%
Taiwan Styrene	Chemie	10	16.4%	6.6%
Soda Sanayii	Chemie	10	4.4%	3.3%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	8	11.4%	0.0%
Polyus	Russland	7	1.8%	5.5%
Ramelius Resources	Australien	7	29.3%	0.0%
Highland Gold	Russland	6	9.0%	7.7%
Largo Resources	Kanada	5	13.6%	0.0%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mattel	Spielwaren	-9	-15.8%	0.0%
ThyssenKrupp	Eisen & Stahl	-8	3.0%	1.0%
Rolls-Royce	Luftfahrt	-7	9.8%	1.5%
MGM Resorts	Hotels	-7	1.3%	1.9%
Sensirion	Halbleiter	-7	1.2%	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-	7.12.2018	213.45	+1.2%
		EUR -R-	7.12.2018	124.31	+3.8%
		USD -R-	7.12.2018	132.98	-0.2%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	7.12.2018	141.75	-14.9%
		USD -R-	7.12.2018	59.92	-16.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	7.12.2018	186.71	-14.5%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	7.12.2018	94.20	-18.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	7.12.2018	1.19	-8.4%
		CHF -3a-	7.12.2018	0.92	-7.9%

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

