



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

«There is only one game in town», lautet das Motto an den Aktienbörsen. Mit dem Kursrally ist die Dominanz der US-Technologiewerte noch erdrückender geworden. Bereits 62% des Weltaktienindex MSCI World stellen die USA. Entsprechend fliesen auch die Mittel der passiven Investorenherden immer mehr in den amerikanischen Markt. An zweiter Stelle kommt weit abgeschlagen Japan mit 8% Gewichtung im MSCI. Die Tech-Giganten Apple, Amazon, Alphabet, Microsoft und Facebook sind allein schon schwerer. Dann folgen Grossbritannien mit 6% und eine Reihe europäischer Nationen mit je rund 3%. Für einen Apple und ein Ei beziehungsweise eine Microsoft kriegen Sie den ganzen deutschen Aktienmarkt. Der aktuelle Trend erinnert an die Tech-Blase Ende der 1990er Jahre. Auch die üblichen Börsengänge profitloser Story-Aktien sind im vollen Gang. Die grosse Tech-Show zieht alle Blicke auf sich und entzieht den anderen Märkten Aufmerksamkeit. Aktien aus Emerging Markets, Europa und Japan, alles was mit Value oder Rohstoffen zu tun hat, wird verkauft, um noch mehr Tech kaufen zu können. Dieser «Squeeze» kann erfahrungsgemäss noch eine gute Weile andauern. Für uns Value-Investoren ist es natürlich nicht besonders prickelnd, zuzusehen, wie die Party ohne uns abgeht. Die Erfahrung der Jahrtausendwende lehrt jedoch auch, dass wenn die Trendumkehr zu Gunsten aller Nicht-USA, Nicht-Tech-Anlagen kommt, sie umso heftiger ausfällt. Nach dem Platzen der Tech-Blase folgte von 2000 bis 2007 eine der besten Phasen für den Value-Stil überhaupt.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der Verlust der Zeit.....	1
Aktien Plus Minus: Polymetal	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Der Verlust der Zeit

Eine wahre Schwemme an Neuemissionen bricht nun im Spätzyklus über den Aktienmarkt her. Die allermeisten sind auf absehbare Zeit unprofitabel und werden mit luftigen Bewertungen gehandelt. Doch den Anlegern ist Rendite auf dem Kapital in der Ära der Minuszinsen generell egal: Hauptsache, es gibt eine schöne Zukunftsfantasie, an die man glauben kann. Zeit ist in unserer schnelllebigen Zeit paradoxerweise wertlos geworden.

Wer das Geld hat, hat die Macht – hiess es früher immer. Heute hat derjenige mit dem Geld oft ein Problem. Zumindest, wenn es ums Investieren geht. Es fängt bei den Minuszinsen an, die es auf dem Sparkonto und auf Tausenden Milliarden von Anleihen gibt. Die Notenbanken manipulieren natürlich diesen Markt. Doch sie machen nicht allein den Preis. Viele Anleger zahlen offenbar auch bereitwillig für das Privileg, für zehn Jahre und mehr auf ihr Geld zu verzichten.

Eine der Grundannahmen der Ökonomie – ein Franken heute ist wertvoller als ein Franken in einem Jahr – ist damit in weiten Teilen des Marktes nicht mehr gültig.

Der Verlust des Zeitwerts zeigt sich auch in der mehr als zehn Jahre anhaltenden Underperformance des Value-Stils gegenüber Wachstumsaktien. Value bedeutet, dass man lieber eine Aktie mit hoher Gewinn- oder Free-Cashflow-Rendite kauft als eine mit niedriger Rendite. Dies bedeutet letztlich, dass man schneller sein investiertes Kapital zurückerhält – und dass die ferne Zukunft der Unternehmensgewinne weniger wichtig ist als die Gegenwart.

Die Herde der Einhörner galoppiert an die Börse

Natürlich versprechen alle Wachstumsunternehmen traditionellerweise, statt heute einen Franken in der Zukunft zwei oder mehr Franken Gewinn abzuwerfen. Es widerspricht nicht den ökonomischen Grundsätzen, dass Anleger bereit sind, schon heute einen hohen Preis für diese Zukunftsversprechungen zu bezahlen. In der Praxis unterliegen die Anleger aber in einer Wachstumsaktien-Blase gerne dem Trugschluss der Komposition: Während einzelne Firmen natürlich lange Zeit viel stärker als der Marktschnitt wachsen können, ist es unmöglich, dass dies der Grossteil des Marktes tut: Nicht jeder kann überdurchschnittlich sein.

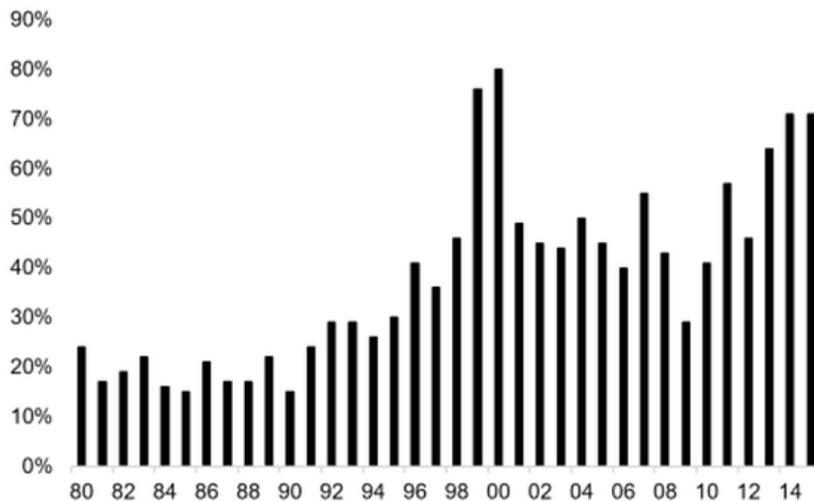
Ein konkretes Beispiel für diesen Trugschluss bieten die stark wachsenden Internet-Werbegiganten Facebook und Google. Zusammen kontrollieren sie bereits mehr als einen Viertel des globalen Werbemarkts. Mehr als Vervierfachen können sie ihre Umsätze folglich nicht mehr – unter der Annahme, dass für traditionelle TV- und Print-Werbung sowie all die hoffnungsvollen Internet-Konkurrenten wie Amazon oder Snap rein gar nichts mehr übrigbleibt.

Auf den Gipfel getrieben wird der aktuelle Verlust jeglichen Zeitwerts mit der laufenden Welle von Aktien-Neuemissionen (IPOs). Der Taxi-Service Lyft ging gerade mit einer 23-Milliarden-Bewertung an die Börse. Konkurrent Uber will demnächst 10 Milliarden einsammeln und total über 100 Milliarden wert sein. In der Warteschlange sind weitere prominente «Unicorns» oder Einhörner, also Startups mit über einer Milliarde Bewertung, wie Pinterest, Slack oder Airbnb.

Ein heisser Markt für IPOs ist am Ende eines langen Booms nichts Ungewöhnliches, sondern geradezu typisch. Schliesslich gilt es von der guten Stimmung und vollen Taschen der Börsianer zu profitieren. Es überrascht deshalb wenig, dass Aktien von IPOs im historischen Schnitt ein miserables Investment sind.

Doch selten waren die Neuemissionen so unprofitabel wie heute: Wie Professor Jay Ritter zeigt, schrieben 1980 ein Viertel aller neuen Publikumsgesellschaften zum Zeitpunkt des Börsengangs Verluste. Heute sind es 80% (siehe Grafik unten). Gleichzeitig kommen die Neuemissionen zu einem viel späteren Zeitpunkt und mit viel höheren Kapitalisierungen auf den Markt als früher üblich.

% of IPOs with negative earnings



Die Grafik zeigt den Prozentsatz aller IPOs ohne Gewinne. Der Prozentsatz ist am höchsten in Boomphasen wie 1999/2000 oder jetzt wieder. (Quelle: Jay Ritter/topdowncharts.com)

Das Privileg, in verlustreiche Firmen investieren zu dürfen

Weil das Geld der Venture-Kapitalisten so locker sass, konnten es sich die Startups leisten, länger privat zu bleiben und die Regulationen und Transparenz der öffentlichen Märkte zu meiden. Das Geld sass wirklich unglaublich locker. Wie Empirical Research vorrechnet, übertrafen die Venture-Kapital-Investitionen in den letzten Jahren sogar den legendären Internet-Boom der 1990er Jahre. Gut 400 Milliarden Dollar wurden am Privatmarkt allein 2018 in den Tech-Sektor investiert – das ist mehr als die reinvestierten Gewinne der börsennotierten Tech-Aktien inklusive der Giganten wie Microsoft oder Amazon.

Das Geld ist im Überfluss vorhanden, gute Startup-Ideen mit der gesuchten «Skalierbarkeit» dagegen sind rar. So entstand ein zuweilen absurder Schönheitswettbewerb um das Privileg, in verlustbringende neue Firmen investieren zu dürfen. Normalerweise müssen ja die Startups gegeneinander um die Gunst der Investoren buhlen.

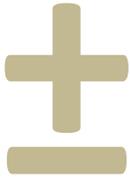
Wie sehr sich das Kräfteverhältnis verschoben hat, zeigt auch die Tatsache, dass mittlerweile praktisch alle Börsenneulinge aus dem Tech-Sektor mit zwei Klassen von Aktien an den Markt kommen. Damit soll die Stimmkontrolle der «visionären» Gründer des Startups erhalten bleiben. Sprich, nach dem Börsengang darf jetzt zwar jeder investieren, aber mitzureden haben die Kapitalgeber nichts. Damit können die Gründer noch auf ewig alle Forderungen der Aktionäre nach Profiten oder gar Dividenden ignorieren. Und den Publikumsaktionären scheint dies mehr als Recht zu sein. Anders lässt sich der grosse Andrang um die Neuemissionen nicht erklären.

Es zeigt sich damit einmal mehr, wie wertlos Zeit und Geld momentan geworden sind. Statt Cashflow, Zins oder Dividenden will man lieber ein Stück einer schönen Wachstumsgeschichte kaufen. Ob das Geld dann in zehn oder dreissig Jahren erst zurückfließt, ist völlig egal. Die absurde Bitcoin-Blase im Jahr 2017 passte diesbezüglich bestens in die Zeit: Kryptowährungen sind rein virtuelle Konstrukte ohne jede Aussicht auf konkreten Cashflow.

Naive Gutgläubigkeit und magisches Denken greifen typischerweise am Ende eines langen Booms um sich (vgl. [Quantex Werte Mai 2018](#)). Nach einem Crash macht sich dagegen Ernüchterung breit. Die Anleger sind skeptisch und wollen konkrete Resultate oder Bares sehen.

Je gutgläubiger und unvorsichtiger andere Investoren heute agieren, desto mehr fühlen wir uns zu mehr Skepsis und Vorsicht genötigt. Wir bleiben unseren altmodischen Value-Grundsätzen treu und glauben weiterhin an den Grundsatz, dass ein Franken heute mehr wert ist als einer in ferner Zukunft. Wir investieren entsprechend, und wollen lieber heute als morgen Bares sehen.

Wer dagegen mit dem Zeitgeist mitgeht, läuft aus unserer Sicht Gefahr, mehr als nur Zeit zu verlieren. Unter Umständen wird er sehr lange warten müssen, bis er sein Geld zurückkriegt – wenn überhaupt je. Das mag im Moment vielen Investoren egal sein. Wir bezweifeln aber, dass dies noch lange so bleiben wird. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Polymetal

Zum ersten Mal seit längerer Zeit kauften wir im Strategic Precious Metal Fund mit Polymetal wieder eine russische Goldminen-Gesellschaft, die in London gehandelt wird. Russische Unternehmen haben zu Recht einen schlechten Ruf in Sachen Behandlung der Minderheitsaktionäre. Es gilt deshalb in Sachen Corporate Governance und Verwendung der Cashflows besonders genau hinzuschauen. Polymetal ist mit 1.5 Millionen Unzen im Jahr der zweitgrösste Goldförderer in Russland und wird mit einem Anteil von 27% vom russischen Milliardär Alexander Nesis kontrolliert. Der tschechische Milliardär Petr Kellner hält 12% der Aktien, gut 54% werden frei gehandelt. Der Verwaltungsrat ist mit einigen Branchengrössen aus dem Westen bestückt, angeführt vom Präsidenten Bobby Godsell, der einst AngloGold leitete.

Die Hälfte des Reingewinns wird jeweils als Dividende ausgeschüttet, was derzeit eine stattliche Rendite von rund 5% ergibt. Mit einer Dividendenzahlung von 156 Dollar je geförderter Goldunze hat Polymetal die grösste Ausschüttung in der Branche. Üblich sind 40-60 Dollar. In Sachen Corporate Governance sehen wir deshalb keinen Grund zur Sorge.

Ein politisches Restrisiko in Sachen neuer Sanktionen gegen Russland bleibt jedoch. Auf der anderen Seite bieten russische Goldminen nicht nur eine willkommene Diversifikation der Produktionsstandorte für unseren Goldfonds, sondern auch eine Chance, vom gewaltigen Ressourcen-Potenzial Russlands zu profitieren. Die Minen und Projekte Polymetals zeichnen sich durchs Band durch deutlich höhere Goldgehalte aus als an anderen Produktionsstandorten üblich. Das Minenleben beträgt im Schnitt 13 Jahre und die Projektpipeline ist gut gefüllt. Die für unseren Geschmack noch etwas hohe Verschuldung von 2x Bruttocashflow (Ebitda) soll auf 1.5x Ebitda reduziert werden. Sie ist nur wegen der hohen Free-Cashflow-Margen tolerierbar. Die Bewertung der Aktie ist mit einer Rendite von rund 6% zum Unternehmenswert EV und 9% zum Börsenwert sehr attraktiv im Branchenvergleich.

– Nichts

Im vergangenen Monat haben wir keine grösseren Verkäufe getätigt.



Peter Frech
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 10. April 2019

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Ems Chemie	Chemie	5	3.2%	3.2%
Novartis	Pharma	5	5.5%	3.4%
Also Holding	Grosshandel	4	5.1%	2.4%
Orell Füssli	Dienstleistungen	4	7.9%	4.2%
Roche	Pharma	4	6.3%	3.2%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
PulteGroup	Hausbau	8	13.6%	1.4%
Cummins	Maschinenind.	6	6.1%	2.8%
Franklin Res	Finanzen	6	16.1%	2.9%
Foot Locker	Einzelhandel	6	9.7%	2.3%
Xerox	Bürobedarf	6	8.8%	3.0%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Barratt Dev	Hausbau	9	12.5%	7.2%
Micro Focus	Software	9	5.6%	4.6%
KGHM	Bergbau	8	2.8%	0.0%
Michelin	Autoteile	7	4.7%	3.2%
Polymetal	Bergbau	7	2.5%	4.2%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
VinyThai	Chemie	11	14.3%	3.8%
China Res Cement	Baustoffe	10	16.9%	5.5%
Phosagro	Chemie	10	4.8%	6.3%
Assore	Bergbau	9	24.1%	6.1%
Chong Hong	Immobilien	9	20.1%	7.0%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Highland Gold	Russland	8	6.6%	5.8%
Regis Resources	Australien	8	5.0%	4.4%
Polymetal	Russia	7	2.5%	4.2%
Ramelius Resources	Australien	4	13.7%	0.0%
Silver Lake Resources	Australien	4	7.0%	0.0%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Genereal Electric	Konglomerat	-8	-2.3%	2.8%
Mattel	Spielwaren	-8	-2.6%	0.0%
Coeur Mining	Goldminen	-7	-10.5%	0.0%
ThyssenKrupp	Eisen & Stahl	-6	-4.1%	1.2%
Rolls-Royce	Luftfahrt	-6	7.5%	1.3%

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-	11.4.2019	217.70	+6.1%
		EUR -R-	11.4.2019	126.78	+6.0%
		USD -R-	11.4.2019	133.77	+4.3%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	11.4.2019	158.92	+5.5%
		USD -R-	11.4.2019	66.48	+3.7%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	11.4.2019	188.55	+4.7%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	11.4.2019	102.40	+11.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	11.4.2019	1.22	+5.9%
		CHF -3a-	11.4.2019	0.95	+6.0%

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

