



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Der Euro hat zum Dollar gerade ein neues Tief erreicht und auch zum Franken wurde die Marke von 1:1 erstmals dauerhaft durchbrochen. Die EZB befolgt zur Inflationsbekämpfung immer noch die türkische Strategie von Präsident Erdogan: «Zinserhöhungen, wozu sollen die gut sein?». Da muss man sich nicht wundern, wenn sich die Makrodaten der Eurozone wie bei einem angeschlagenen Schwellenland entwickeln: Die Inflation steigt, die Währung schmiert ab und die überbordenden Kosten für Energieimporte machen die Handelsbilanz kaputt. Sogar Deutschland hatte im Mai erstmals seit Jahrzehnten ein Handelsbilanzdefizit. Das schwächt wiederum die Währung und die Negativspirale dreht sich weiter. Nun droht die Kapitalflucht im grossen Stil. In solchen Fällen empfehlen die freundlichen Experten vom Internationalen Währungsfonds den Schwellenländern jeweils rigorose Sparmassnahmen und – natürlich – starke Zinserhöhungen zur Stabilisierung der Währung. Nichts von alledem wird gemacht, offenbar gelten für Euroland andere ökonomische Regeln. Dass man sich in einer Art Paralleluniversum befindet, zeigt auch der Beschluss des EU-Parlaments, ab 2035 den Verkauf von Autos mit Verbrennungsmotor zu verbieten. Man hat jetzt schon viel zu wenig Strom, aber bis in 13 Jahren sollen dann alle Autos elektrisch fahren? Während das Halten von Euro-Zinspapieren wenig attraktiv ist, dürfte eine Währungskrise durchaus auch Chancen bei Aktien bieten. Oft werden dabei die Titel von internationalen Unternehmen abgestraft, die fundamental gar nicht betroffen sind.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Nach dem Schuldenschmaus	1
Aktien Plus Minus: Comet Holding und BP	4
Quant-Corner	5
Über Quantex	7

Titelgeschichte

Nach dem Schuldenschmaus

Die fetten Jahre am Markt für Unternehmensanleihen sind vorbei. Zuviel Schulden wurden mit zu tiefen Zinsen begeben. Nun drücken die höheren Zinsen und es drohen Zahlungsausfälle. Doch während die Anleger leiden und viele Firmen vor gewaltigen Problemen stehen, gibt es andere Unternehmen, die von der vergangenen Schuldenorgie noch viele Jahre werden profitieren können.

Europa verzeichnet gerade den schlimmsten Absturz bei Unternehmensanleihen seit Jahrzehnten, schlimmer sogar als während der Finanzkrise 2008. Der entsprechende Bloomberg-Index ist sieben Monate in Serie gefallen – ebenfalls ein neuer Negativrekord. Am US-Obligationenmarkt sieht es nicht viel besser aus.

Natürlich steht hinter den Kursrückgängen bei Anleihen der generelle Anstieg der Zinsen. Es ist inzwischen für alle offensichtlich geworden, dass die Zentralbanken auf die überbordende Inflation mit einer starken Straffung der Geldpolitik reagieren müssen. Zu lange hatten sie geschlafen. Es sind aber auch zunehmend die Rezessionsängste, welche die Zinsaufschläge für Unternehmenspapiere steigen lassen und damit die Kursverluste für die Anleger verstärken.

Die grosse Schuldenparty der letzten Jahre hat damit ein Ende: Schon 2018 war absehbar, dass die lockere Geldpolitik zu Exzessen am Anleihenmarkt geführt hatte (siehe [Quantex Werte April 2018](#)). Durch den Corona-Crash 2020, die Panikreaktion der Zentralbanken und den wilden Boom an den Kapitalmärkten im Jahr 2021 wurden die Exzesse noch schlimmer. Jetzt droht der Kater und für viele Unternehmen wie auch Investoren die Stunde der Abrechnung.



Die Profiteure der wilden Schuldenparty

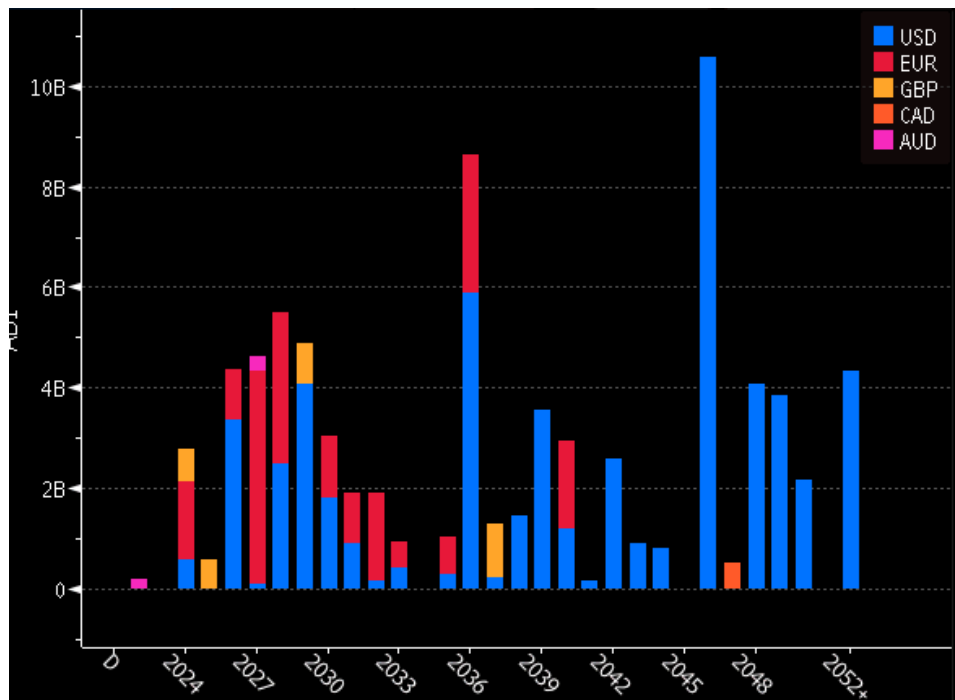
Die durchschnittliche Schuldenlast der amerikanischen Unternehmen notiert in Relation zu ihrer Bilanzsumme auf dem höchsten Stand seit Beginn der 1970er Jahre. Die durchschnittlichen Zinscoupons liegen zwar mit 4% für Investment Grade immer noch auf Rekordtief. Doch die aktuellen Zinsen notieren schon deutlich darüber.

Das Problem ist nicht so sehr der alte Schuldenstock, sondern die anstehenden Refinanzierungen in einem Umfeld von steigenden Zinsen und Rezessionsgefahr – und ohne ständige Anleihenkäufe durch die Zentralbanken. Es mag beruhigen, dass gemäss Berechnungen von Empirical Research die durchschnittliche Laufzeit der amerikanischen Unternehmensanleihen mehr als acht Jahre beträgt. Doch auch in einem Fluss, der durchschnittlich nur 80cm tief ist, kann ein schlechter Schwimmer ertrinken.

Unsere Aufgabe als Investoren auf der Aktienseite besteht folglich darin, bei der Titelselektion verstärkt auf die Fälligkeiten der Schulden eines Unternehmens zu achten. Firmen, die in den nächsten 1-2 Jahren mehr Rückzahlungen anstehen haben, als sie selbst an Free Cashflow erwirtschaften und Cash vorrätig haben, stehen vor harten Zeiten. Nicht wenige davon dürften in einer Rezession eine Nahtod-Erfahrung machen. Denn wie in der Finanzkrise 2008 kann es sein, dass der Kapitalmarkt plötzlich die Schotten dichtmacht und niemand mehr frisches Geld geliehen bekommt.

Auf der anderen Seite gibt es logischerweise auch Gewinner der vergangenen Schuldenparty. Das sind Unternehmen, welche die Tiefzinsphase und die Spendierfreudigkeit des Kapitalmarkts genutzt hatten, ihre Schulden auf lange Sicht zu sehr tiefen Sätzen zu refinanzieren.

Ein langfristig fixierter Zinssatz ist in einem inflationären Umfeld ein Segen, wenn die Cashflows mit der Inflation wachsen. Das Geld, das man erst in 10 oder 20 Jahren zurückerzahlen muss, wird entsprechend weniger Wert sein. Als Beispiel das Schuldenprofil unserer Neuerwerbung Anheuser-Busch InBev:



Verteilung der Fälligkeiten der Schulden von Anheuser-Busch InBev. Das durchschnittliche gewichtete Fälligkeitsdatum liegt im Jahr 2038. Ein vorteilhaftes Schuldenprofil in Zeiten steigender Inflation und Zinsen. (Daten: Bloomberg)

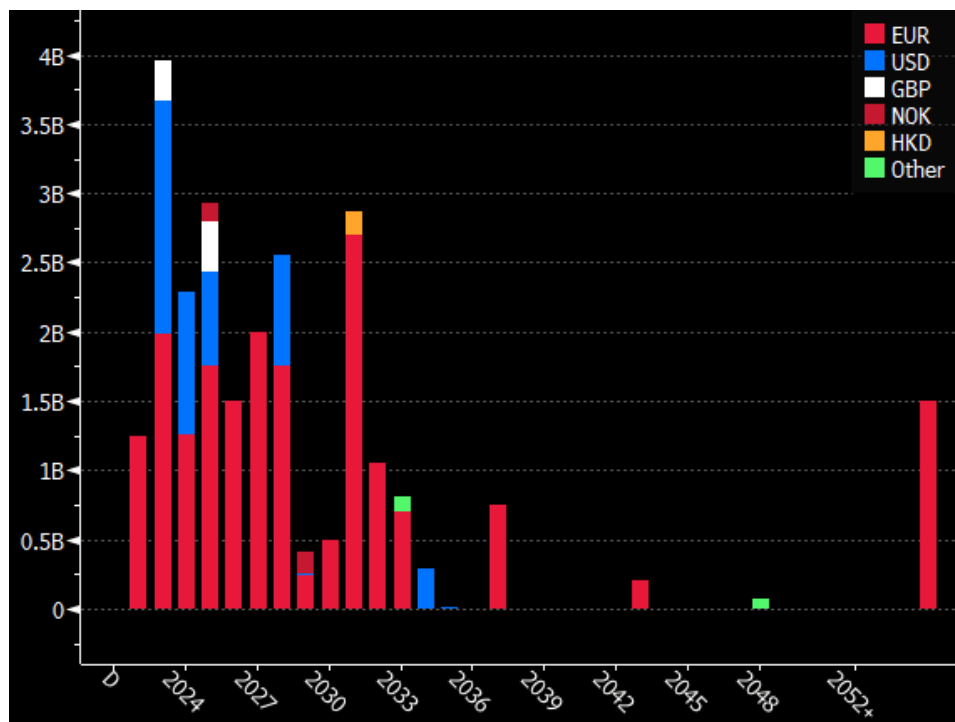
Bis 2026 fallen für den Bierkonzern praktisch keine Schulden zur Rückzahlung an. Grosse Anleihenblöcke werden erst ab 2046 fällig. Die mittlere Laufzeit beträgt dollargewichtet 2038, der Zinscoupon durchschnittlich gerade mal 4.2%.

Rückkauf der Schulden unter Nennwert

In der Vergangenheit gelang es Anheuser-Busch, die Cashflows nominal um mehr als 4.2% im Jahr zu steigern. In der aktuellen Inflationsphase mit 8% Teuerung in den wichtigsten Absatzmärkten, ist dies sowieso kein Problem. Die Schuldenlast nimmt in Relation zum Cashflow entsprechend schneller ab.

Doch Firmen mit Free Cashflow und langfristig fixierten Zinssätzen haben im aktuellen Umfeld steigender Zinsen noch eine zweite profitable Option: Sie können die eigenen Schulden deutlich unter Nennwert vom Markt zurückkaufen. Viele Obligationen etwa von Anheuser-Busch werden derzeit zu 92 oder 95 von 100 gehandelt. Steigen die Zinsen weiter, wird dieser Abschlag auf alte Bonds mit tiefen fixierten Coupons entsprechend grösser und der Rückkauf zur Entschuldung immer günstiger.

Auf der anderen Seite gibt es viele prominente Firmen wie BASF, deren Schuldenprofil uns gar nicht gefällt:



Verteilung der Fälligkeiten der Schulden von BASF. Das durchschnittliche gewichtete Fälligkeitsdatum liegt im Jahr 2027. (Daten: Bloomberg)

Die Aktie des deutschen Chemie-Multis sieht auf den ersten Blick günstig aus. Doch die Verteilung der Schuldenfälligkeiten ist schlecht, Jahr für Jahr stehen grosse Refinanzierungsblöcke an, die oft in der Grössenordnung des jährlichen Free Cashflows liegen. Die Einnahmen von BASF sind zudem wesentlich zyklischer als die von Anheuser-Busch und unterliegen zudem dem Risiko, dass Russland der deutschen Industrie den Gashahn zudreht. Je weiter die Zinsen am Anleihenmarkt steigen, desto mehr wird BASF bei der Refinanzierung ins Schwitzen kommen.

Surfen auf der Inflationswelle

Die laufende Inflationswelle ist keine Naturgewalt, sondern menschengemacht. Sie betrifft leider nicht alle gleich hart, weder Haushalte noch Unternehmen. Es gibt auch am Aktienmarkt Gewinner und Verlierer. Wir mögen deshalb noch mehr als sonst Aktien von Firmen mit stabilen Cashflows, Preismacht, wenig teurem Investitionsbedarf und möglichst langfristig fixierten Schulden. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Markus Rügsegger
Fondsmanager

+ Comet Holding AG

Die weltweit tätige Comet Holding AG ist im Bereich der Röntgen- und Hochfrequenztechnologie tätig. Die Gesellschaft produziert Hightech-Komponenten (Röntgenmodule, Vakuumkondensatoren etc.) für die verarbeitende Industrie und beliefert Endkunden aus der Automobil-, Luftfahrt- und Elektronikindustrie sowie aus dem Energiesektor mit Röntgensystemen für die zerstörungsfreie Materialprüfung.

Viele Börsenlieblinge unter den Small- und Midcaps wurden noch im vergangenen Jahr regelrecht in irrationale Bewertungen manövriert. Im November erreichte die Aktie mit einem Kurs von 383 CHF ein neues Allzeithoch. Anziehende Inflationsraten, steigende Zinsen sowie aufkommende Rezessionsängste liessen den Kurs auf aktuell knapp 142 CHF fallen, was einem Verlust von 63% entspricht. Aus unserer Sicht ist der Rückschlag übertrieben, da die Gesellschaft mit ihren Produkten über Jahre starkes Wachstum vor sich hat, hohe Free Cashflows erzielt und solide finanziert ist.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

– BP

BP ist ein gutes Beispiel, wie wir uns Gedanken über relative Attraktivität machen. Als voll integrierter Ölkonzern hat BP von den steigenden Öl- und Benzinpreisen stark profitiert und die Aktie hat sich dementsprechend entwickelt. Durch den Kursanstieg verringerte sich die normalisierte Free-Cashflow-Rendite auf 8%, wobei wir über den Zyklus mit einem Ölpreis von circa 55-60 Dollar je Fass rechnen. Gleichzeitig kam Roche, der Schweizer Pharmariese, durch einen Kursrutsch auf eine Rendite von 6%. Diese 6% sind natürlich immer noch weniger als 8%, aber die Unternehmensqualität bei Roche ist markant grösser als bei BP. Aus diesem Grund ist Roche für uns, trotz der leicht höheren Bewertung, die attraktivere Aktie und deshalb haben wir uns für einen Wechsel entschieden.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 4. Juli 2022

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	9	12.2%	4.1%
Baloise	Versicherungen	4	7.9%	4.5%
Helvetia	Versicherungen	4	2.3%	4.9%
Mikron	Werkzeug	4	41.8%	3.4%
Novartis	Pharma	3	6.1%	3.9%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
ConocoPhillips	Öl & Gas	8	9.8%	3.3%
Devon Energy	Öl & Gas	8	10.1%	6.5%
Abbvie	Pharma	6	6.5%	3.5%
Nucor	Eisen & Stahl	6	20.2%	1.8%
Tyson Foods	Nahrungsmittel	6	5.8%	2.1%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Brit Amer Tobacco	Tabak	9	6.6%	6.1%
Bayer	Pharma	7	3.8%	3.5%
Boliden	Bergbau	7	6.7%	8.3%
Carrefour	Nahrungsmittel	5	6.6%	3.1%
AP Moller Maersk	Transport	4	45.9%	15.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Orient Overseas	Transport	10	62.7%	28.9%
Selcuk Ecza	Pharma	10	1.2%	3.4%
Cemig	Energie	9	10.9%	7.6%
Indo Tambangraya	Kohle	9	51.3%	14.2%
Petrobras	Öl & Gas	8	31.3%	25.9%

	Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Goldminen	Pan African Res	UK	10	7.8%	4.3%
	Koza Altin	Türkei	8	13.8%	0.0%
	Centerra Gold	Kanada	6	4.8%	3.2%
	West African Res	Australien	5	25.4%	0.0%
	B2Gold	Kanada	3	11.6%	4.7%

	Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Achtung, gefährliche Bewertungen!	MGM Resorts	Hotels	-9	5.4%	0.0%
	IWG	Dienstleistungen	-9	6.2%	0.0%
	Vestas Wind	Altern. Energie	-9	1.5%	0.2%
	Zalando SE	Einzelhandel	-8	-0.2%	0.0%
	Siemens Energy	Maschinen	-8	4.6%	0.5%

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-	8.7.2022	373.80	+4.6%
		EUR -R-	8.7.2022	236.91	+6.8%
		USD -R-	8.7.2022	236.31	-2.1%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	8.7.2022	119.78	+6.2%
		EUR -S-	8.7.2022	131.23	+10.7%
		USD -S-	8.7.2022	108.79	-0.7%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	8.7.2022	202.66	-19.5%
		USD -R-	8.7.2022	87.08	-24.9%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	8.7.2022	204.47	-11.6%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	8.7.2022	1.87	-0.7%
		CHF -3a-	8.7.2022	1.45	-0.8%

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

