



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Jeder Investor hat so seine eigenen Stärken und Schwächen. Unpopuläre Aktien zu kaufen und in Krisen zuzugreifen, fällt mir eher leicht: Goldminen und Stahlaktien im Jahr 2000 auf dem Gipfel der Internet-Euphorie, US-Gesundheitstitel unter Obamacare-Ängsten 2010, südeuropäische Finanztitel 2012 in der Eurokrise – Vieles stellte sich als richtig heraus. Manchmal stehe ich natürlich auch als Idiot da (mit 2014 gekauften griechischen Bankaktien zum Beispiel). Value-Investor wird man nicht für das kuschelige Konsensus-Gruppengefühl. Womit ich aber erfahrungsgemäss meine liebe Mühe habe, ist mit dem Zurückstehen in einer Boomphase. Wenn der Markt in die Überhitzungsphase übergeht, wird nicht nur das generelle Bewertungsniveau höher, sondern es schrumpfen auch die Bewertungsunterschiede zwischen den Titeln. Der typische Fehler von mir und vielen anderen Value-Investoren ist es dann, weiter und zu tief nach günstigen Aktien zu graben. Die meisten Titel, die ein einer Boomphase noch wirklich günstig aussehen, sind es aus gutem Grund: Todgeweihte Geschäftsmodelle, überschuldete Zykliker, ein korruptes Management oder hohe politische Risiken. Wenn alle Aktien ähnlich teuer sind, sollte man sich deshalb nicht nach billigen Aktien strecken, sondern eher darauf achten, dass man zum selben Preis mehr Qualität bekommt. Das wird meine ganz persönliche Herausforderung für die nächsten ein bis zwei Jahre sein.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der Anfang vom Ende des Zyklus.....	1
Aktien PlusMinus: KT&G und Chicago Bridge & Iron	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Der Anfang vom Ende des Zyklus

Die extrem langsame Konjunkturerholung seit der Finanzkrise 2008 scheint in die Boomphase einzutreten. Während sich die Stimmung verbessert und bald in Euphorie münden könnte, wird das Timing des Übergangs von offensiven in defensive Aktien zur grossen Herausforderung.

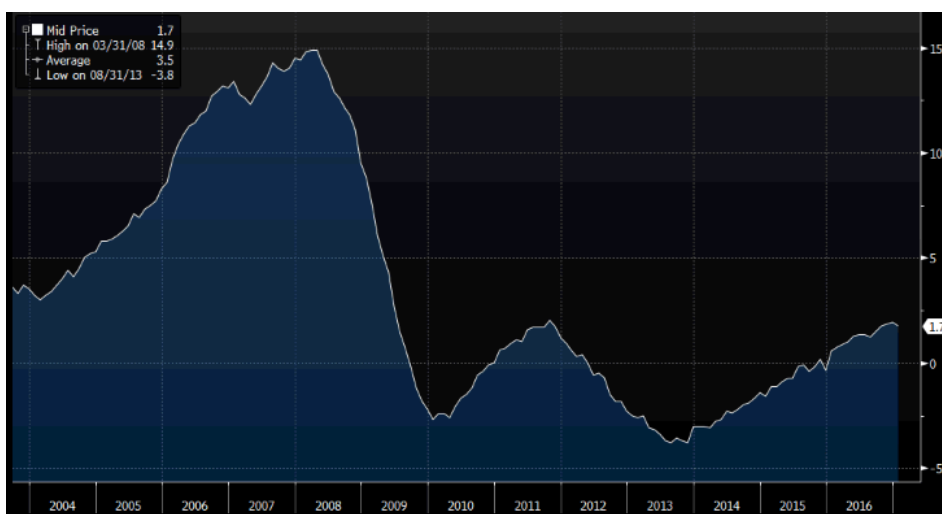
Alle Zeichen stehen auf Boom – nur mag noch niemand so recht dran glauben. Nach Jahren der Stagnation, politischen Krisen und zahllosen enttäuschten Hoffnungen wagt man es kaum noch zu sagen: Der Aufschwung ist da. Zumindest zeigen dies die jüngsten Konjunkturindikatoren aus den USA und Europa eindrücklich: Die vorlaufenden Einkaufsmanager-Indizes (PMI) der Industrie notieren bei 57.7 in den USA und 55.4 in Europa eindeutig in der Boomzone. Der Stand impliziert eine Wachstumsrate von rund 2.4% für die Eurozone, das wäre ein Rekord für die Nachkrisenphase seit 2008/09.

Bereits im vergangenen Jahr fiel das Wachstum in der Eurozone mit 1.7% respektabel aus, gezogen von Spanien mit satten 3.0% und Deutschland mit 1.9%. Damit wuchs der viel gescholtene Kontinent sogar einen Tick mehr als die USA, die trotz besserer Publicity nur 1.6% zulegen konnten. Selbst die Arbeitslosigkeit sank in Europa auf den tiefsten Stand seit 2009 – während am US-Arbeitsmarkt bereits eindeutige Zeichen von Überhitzung und steigender Lohninflation auszumachen sind.



Der Aufschwung ist global: Die Einkaufsmanager-Indizes aller wichtigen Länder stehen erstmals seit langem auf Expansion. Der Economic Surprise Index der Citigroup verzeichnete soeben den höchsten Stand seit Erhebungsbeginn vor 17 Jahren.

Auch im Bankensystem, dem Kern der jahrelangen Malaise, haben sich die Aussichten massiv verbessert. Während amerikanische Institute schon länger vor Kraft und Eigenkapital nur so strotzen, zeigt auch der europäische Patient Anzeichen der Genesung. 2016 kam es nach langer Flaute wieder zu einer Netto-Kreditvergabe durch die Banken Europas (siehe Grafik unten). Hält der Trend an, kann ein selbstheilender Rückkopplungsprozess aus mehr Kreditvergabe, gesünderen Unternehmen und weniger faulen Krediten in den Bankbüchern in Gang kommen.



Die Grafik zeigt das Wachstum der Kreditvergabe in Prozent durch europäische Banken: Das doppelte Tief von Finanzkrise 2009 und Eurokrise 2012/13 scheint überwunden. (Quelle: Bloomberg)

Die Politik scheint nur eine Nebenrolle zu spielen

Die Lage ist damit viel besser als die Stimmung von Anlegern und Wahlvolk. Die Verbesserung der Konjunkturdaten begann bereits letzten Sommer, lange vor der überraschenden Wahl von Donald Trump. Die Aussicht auf Steuersenkungen und Regulierungsabbau in den USA tut nun ihr übriges, um die Stimmung bei den Unternehmen zu verbessern.

In Europa stehen mehrere wichtige Wahlen an. Viele denkbare Krisenszenarien scheinen aber schon eingepreist, wenn die Anleger derzeit so viel Mühe darauf verwenden, Obligationenprospekte auf die möglichen Folgen eines Austritts Frankreichs aus dem Euro abzuklopfen. Verlaufen die Wahlen einigermaßen glatt und ist weiteres politisches Durchwursteln angesagt, wäre dies wohl schon eine deutlich positive Überraschung. Jüngste Umfragewerte zeigen jedenfalls schon ein Abflauen der populistischen Protestwelle.

Entscheidend bleibt die Unternehmensebene

Damit haben wir die von Investorenlegende Peter Lynch empfohlenen drei Minuten Makro-Analyse im Jahr aber ohnehin mehr als überschritten. Entscheidend wird nun sein, wie die Unternehmen auf der Mikroebene auf die optimistischeren Aussichten reagieren. Bis jetzt waren die Firmen sehr zurückhaltend mit Investitionen und steckten oft lieber Geld in Aktienrückkaufprogramme und Dividendenzahlungen. Die Investoren belohnten die Unternehmen für dieses Verhalten mit Outperformance – ein typisches Muster in einer Rezession und der folgenden Erholungsphase. In der Boomphase wollen die Anleger dann aber Wachstum sehen und haben plötzlich wieder ein offenes Ohr für grandiose Investitionspläne und Mega-Übernahmen. Bis jetzt wachsen die Investitionen weniger schnell als die Cashflows und Gewinne, doch das kann sich rasant ändern.

Die stärksten Sektoren seit den US-Wahlen waren Finanzen, Industrie, Rohstoffe und Technologie – allesamt zyklische Sektoren. Die grossen Verlierer dagegen waren Versorgungsunternehmen, Immobilienfirmen und Konsumgüter-Hersteller. Diese defensiven Werte waren in den Jahren der Stagnation und Wachstumsunsicherheit sehr beliebt und damit teuer geworden. Nun ist ihr tiefes, aber stetiges Wachstum plötzlich nicht mehr so interessant, wenn andernorts die Aussicht auf zweistellige Zuwächse besteht. Die steigenden Zinsen und Inflationserwartungen tun ihr Übriges, um stetige Cashflows unattraktiv zu machen.

Massiv gesunken ist auch der generelle Stresslevel am Markt, gemessen an den Bewertungsunterschieden zwischen den einzelnen Titeln. Gemäss Erhebungen von Empirical Research sind diese Valuation Spreads inzwischen wieder unter ihren langfristigen Schnitt der letzten Jahrzehnte gefallen. Typischerweise geht mit fallenden Valuation Spreads eine Outperformance von Value-Aktien einher, weil sich die günstigen Aktien dem Bewertungsschnitt annähern. Dieses Momentum hält normalerweise auch noch rund 12 Monate an, nachdem die Bewertungsunterschiede am Markt unter den langfristigen Durchschnitt gefallen sind.

Schwierige Zeiten für Value drohen

Als Value-Investoren haben wir damit noch etwas Rückenwind. Klar ist aber auch, dass es bei geringeren Bewertungsunterschieden immer schwieriger wird, günstige Titel zu finden. In der Endphase eines Booms sind meist nur noch wirklich hoffnungslose oder gefährlich überschuldete Unternehmen tief bewertet. Alles läuft dann darauf hinaus, die am besten wachsenden Firmen auszuwählen – oder jene, die bei den Anlegern am meisten Wachstumphantasien wecken. Dies ist nachweislich nicht unser Metier.

Je länger der Boom anhält und je geringer die Bewertungsunterschiede, desto wichtiger wird es aus unserer Sicht, auf Qualität zu setzen. Eine solide Bilanz, stetiger Free Cashflow und eine gute Marktstellung sind Attribute, die am Ende einer Boomphase typischerweise zu günstig werden – wenn auch nur aus relativer Sicht zum euphorischen Gesamtmarkt.

Das Dilemma ist momentan nur, dass diese defensiven Qualitäten vom Markt immer noch mit einer Bewertungsprämie bedacht werden. Diese schrumpft jedoch seit geraumer Zeit und dürfte ganz verschwinden, sollten wir tatsächlich in die finale Boomphase eintreten. Bereits jetzt konnten wir aber einige gut defensive Titel wie den koreanischen Tabakkonzern KT&G oder den spanischen Zigaretten-Distributor Logista zu sehr fairen Preisen kaufen. Mit der Zeit werden mehr solche Gelegenheiten kommen. Doch nun sollten Anleger fürs Erste einmal die Show geniessen. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ KT&G



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

Südkorea und das leidige Problem der schlechten Kapitalallokation: KT&G ist ein koreanischer Tabakwarenhersteller, ein kleinerer Zweig stellt Produkte aus der Ginseng-Wurzel her. Tabak bildet aber den Hauptanteil. Zigaretten haben den Vorteil, dass sie auch in der Krise geraucht werden. Somit ist die Branche krisenresistent, und die Erträge fließen sehr stetig. Ein solches Business darf eine aggressivere Kapitalstruktur aufweisen als ein zyklisches Unternehmen. Westliche Tabakwarenhersteller wie z.B. Philip Morris und British American Tobacco machen von Schulden Gebrauch, um ihre Kapitalkosten zu senken und somit Wert für ihre Aktionäre zu generieren (Fremdkapital ist günstiger als Eigenkapital). Ganz anders KT&G: Der Netto-Cash beläuft sich auf rund 20% der Marktkapitalisierung. Dies macht überhaupt kein Sinn für ein Unternehmen, welches in den schlechtesten Jahren eine Gewinnmarge von 14% aufwies. KT&G hat also einen Abschlag zur Konkurrenz verdient. Nun fragt sich, wie gross dieser Abschlag sein sollte. KT&G tauchte auf unserem monatlichen Screening auf und wir stellten fest, dass zum heutigen Kurs eine Free-Cashflow-Rendite von 10% drin liegt. Mit einer solchen Bewertung ist die Aktie auch absolut betrachtet günstig. Die anderen gelisteten Zigarettenhersteller handeln zu einer Free-Cashflow-Rendite von zirka 3%. Auch wenn wir KT&G einen Malus für schlechte Kapitalallokation geben, sind sie immer noch absolut und relativ gesehen zu billig. Deshalb kaufen wir die Aktien und hoffen, dass in ferner Zukunft ein Draufgänger aus Amerika das Ruder übernehmen könnte.

– Chicago Bridge & Iron



Yannick Lippe
Aktienanalyst

Zeitgleich zu Trumps Gesetzesentwurf zur Subvention des Infrastruktursektors in Höhe von 1000 Milliarden US-Dollar weckte Ende November ein Quant-Screening unser Interesse an dem Ingenieursunternehmen. Während Konkurrenten entweder hohe Bewertungen oder geringe Wachstumsaussichten aufwiesen, barg Chicago Bridge & Iron Potential zur Investition.

Mit einem Umsatzanteil von 56% liegt der Hauptfokus des Unternehmens klar auf Ingenieurwesen und Konstruktion. Dennoch bietet Chicago Bridge & Stone mit Produktion, Technologieentwicklung und Dienstleistungen im Petrochemie-Sektor ein relativ breites Produktportfolio. Ein besseres Investitionsklima in den USA könnte das Wachstum des Unternehmens, dessen Umsatz zu 80% in Amerika generiert wird, geradezu beflügeln.

Aber nicht nur Trumps Zukunftspläne machten den Konzern attraktiv: Das nach unseren Berechnungen unterbewertete Unternehmen wäre unter guten Marktbedingungen in der Lage, mittels Schuldenabbau über sinkende Zinszahlungen den Free Cashflow und somit den Wert des Unternehmens weiter zu steigern. Dennoch unterliegt das Unternehmen der zyklischen Natur der Investitionstätigkeit im Energiesektor und besitzt mit seinem Verschuldungsgrad ein relativ hohes Risiko. Der Wechsel zur sicheren Alternative KT&G, die bei gleichem Preis-zu-Fair-Value-Verhältnis weder Verschuldung aufweist noch Umsatzzyklen unterliegt, halten wir nur für vernünftig. Der Verkauf der Aktie erfolgte dementsprechend Ende Februar.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. März 2017

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
DDM Holding	Finanzdienstl.	7	30.3%	0.0%
BKW	Elektrizität	6	6.2%	3.1%
Carlo Gavazzi	Elektronik	6	5.4%	4.2%
Pargesa Holding	Beteiligungen	6	21.4%	3.5%
Swiss Re	Versicherungen	6	17.2%	5.1%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Eastman Chemical	Chemie	7	4.2%	2.4%
LyondellBasell	Chemie	7	7.7%	3.7%
Dr Horton	Hausbau	6	3.6%	1.1%
Valero Energy	Öl & Gas	6	10.5%	3.8%
Xerox	Bürobedarf	6	8.4%	4.2%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellway	Hausbau	10	4.8%	4.0%
Münchener Rück	Versicherungen	7	-	4.6%
Marine Harvest	Nahrungsmittel	7	5.9%	8.2%
3I Group	Beteiligungen.	7	2.8%	3.4%
Rio Tinto	Bergbau	7	6.0%	4.1%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Magnitogorsk MMK	Stahl	11	10.9%	4.1%
Tatneft	Öl & Gas	10	5.2%	3.1%
Assore	Bergbau.	10	5.4%	2.6%
Raubex	Bauindustrie	10	9.3%	3.5%
Reunert	Elektrocomp.	10	5.1%	6.1%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Shoppers Stop	Einzelhandel	-9	-3.5%	0.2%
Ocado Group	Lebensmittel	-7	1.2%	0.0%
Dolder Hotel	Unterkünfte	-6	-	0.0%
First Solar	Energie	-5	-1.4%	0.0%
Newmont Mining	Bergbau	-5	8.1%	0.5%

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Spanien	Portugal	1.6%	
Portugal	Spanien	5.5%	MSCI World (USD)
Hongkong	Singapur	1.6%	
Frankreich	Schweden	2.0%	2.1%
Australien	Niederlande	4.7%	
Tschechien	Tschechien	1.1%	MSCI Emerging Markets (USD)
Türkei	Arab. Emirate (USD)	-0.8%	
Russland	Russland (USD)	-6.7%	1.6%

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 zwei 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 Global Value Fund	CHF	9.3.2017	182.85	+7.4%
		EUR	9.3.2017	113.53	+7.4%
		USD	9.3.2017	111.30	+7.7%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF	9.3.2017	156.08	+2.2%
		USD	9.3.2017	64.37	+2.4%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Nebenwerte Fonds	CHF	9.3.2017	192.38	+5.1%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	9.3.2017	84.77	+5.4%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Spectravest	CHF	6.3.2017	1.16	+5.7%
		USD	6.3.2017	2.01	+6.2%

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

