



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Zombie-Horrorfilme sind meistens ziemlich vorhersehbar aufgebaut. Am Schluss gibt es ein Massaker und die Hauptdarsteller stehen knietief in der Sauerei. Mit der Geldpolitik der grossen Zentralbanken ist es nicht anders. Mario Draghi wird nun bald das Ruder der EZB abgeben: Seine ganze Amtszeit hindurch hat er nur die Zinsen gesenkt und Geld gedruckt in dem hilflosen Versuch, die Eurozone mit ihren zahllosen überschuldeten Zombie-Firmen und -Banken irgendwie durchzubringen. Am Ende kam zwar etwas Tageslicht in Form eines moderaten Wirtschaftsaufschwungs. Doch die Zinsen zu erhöhen und den Zombies den Garaus zu machen, wurde versäumt. Nun droht schon die nächste lange Nacht aus Rezession und Bankenkrise: Keiner der grossen Zombies ist verschwunden – nicht einmal die Deutsche Bank. Frankenstein-mässig soll sie nun noch mit der Commerzbank zusammengenäht werden. Die Staatsverschuldungen wurden nicht abgebaut und gleichzeitig wurden neue Spekulationsblasen in Immobilien aufgepumpt. Die USA stehen ein bisschen besser da, immerhin gibt es noch Spielraum für Zinssenkungen. Aber am Schluss dürfte es auch jenseits des Atlantiks auf neue ausserordentliche Gelddruck-Massnahmen hinauslaufen. Wie genau der Horror enden wird, ist leider nicht absehbar. Bei Filmen ist nach spätestens zwei Stunden fertig. In der realen Welt könnte es noch viele Jahre dauern, bis die ganze Sauerei beseitigt ist. Bis dahin gilt es wohl, nie zu tief zu schlafen und die Augen für Chancen und Risiken ständig offen zu halten.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Emma aus der Ameisen-Perspektive	1
Aktien Plus Minus: Cia Cervecerias Unidas und GAM	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Emerging Markets aus der Ameisen-Perspektive

Aktien aus Emerging Markets sind seit Jahren unpopulär und entsprechend günstig geworden. Doch viele Anleger scheuen vor einem Investment zurück wegen wahrgenommener Intransparenz und der Währungsrisiken. Mit den richtigen Kriterien ist eine Anlage in ausgewählte Einzeltitel jedoch viel weniger riskant, als es gemeinhin scheint.

Mal lieben die Investoren Emma, mal hassen sie sie. Nur selten ist die Einstellung der Anleger zu Aktien aus Emerging Markets rational. Entsprechend stark schwanken die Bewertungen der Schwellenländer-Börsen im Vergleich zu den Industriestaaten. Ein Blick auf die Grafik auf der nächsten Seite zeigt die relative Wertentwicklung der Emma-Börsen zum amerikanischen S&P-500-Index seit 1988.

Derzeit ist nicht nur der Unterschied in der relativen Kursentwicklung der letzten Jahre frappant, sondern auch der Unterschied in der aktuellen Bewertung der Aktien. Das durchschnittliche Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) der Schwellenländer-Börsen beläuft sich auf 13, dasjenige der teuren US-Börse auf 25, also fast das Doppelte. Ein gewisser Bewertungsabschlag für Emerging Markets ist historisch gesehen normal. So gross wie heute war der Unterschied aber schon lange nicht mehr. Das letzte Mal ähnlich gross war er zu Beginn der 2000er Jahre. Darauf folgte eine mehrjährige Periode mit satter Outperformance der Schwellenländer.

Natürlich werden immer zahlreiche gute Gründe ins Feld geführt, wieso Aktien aus Emerging Markets heute billiger sein sollten. Aktuell ist es der starke US-Dollar, der zu einer gewissen Währungsflucht aus Emerging Markets führt und lokalen Firmen mit Dollar-Schulden zu schaffen macht. Zudem schwächt sich das Wachstum in China, dem dominierenden Emerging Market, deutlich ab.

Anleger sollten aber aus mehreren Gründen nicht zu viel Zeit mit solchen makroökonomischen Überlegungen zu Emerging Markets verschwenden:

1. Gibt es wie meistens in der Ökonomie gute Argumente für beide Seiten. Ja, viele Emerging Markets haben beträchtliche Auslandschulden in US-Dollar. Andererseits ist das Verschuldungsniveau aber in Relation zum Bruttoinlandprodukt BIP viel tiefer als in den Industriestaaten. Ist das nun gut oder schlecht? Dasselbe gilt für Währungsabwertungen: Diese sind ein Problem für Firmen mit Auslandschulden, helfen aber der Exportindustrie. Verlässliche Wirtschafts- und Währungsprognosen für ein Land zu machen ist erfahrungsgemäss ein Ding der Unmöglichkeit.
2. Spielen diese Prognosen langfristig keine Rolle: Es besteht gemäss zahlreichen Studien generell kein Zusammenhang zwischen dem Wirtschaftswachstum eines Landes und der Performance seines Aktienmarkts. Bestes Beispiel ist China, dessen Wirtschaft seit einem Jahrzehnt stark wächst, während gleichzeitig die Börsen in Shanghai und Shenzhen stagnieren.
3. Muss man nicht den Index kaufen. Die Börsen vieler Schwellenländer werden von Titeln aus dem Finanz- und Rohstoffsektor dominiert. Da dies sehr zyklische Sektoren sind, ist es kein Wunder, dass die entsprechenden Länderindizes sehr empfindlich auf Schwankungen der Weltkonjunktur reagieren. Daher stammt auch der schlechte Ruf der Emerging Markets, besonders volatil und damit riskant zu sein.

Emerging Market Equities vs S&P500



Die Grafik zeigt die relative Wertentwicklung von Emerging Markets zum amerikanischen S&P-500-Index in US-Dollar seit 1988. Starke Zyklen jahrelanger Outperformance wechseln sich mit Underperformance ab. (Quelle: topdowncharts.com)

Geht man wie wir bottom-up mit quantitativen Screenings an die weltweite Titelselektion heran, so fällt seit geraumer Zeit auf, dass sich unter den gefundenen Aktien immer

Das Management ist immer ein grosses Problem

mehr Titel aus Emerging Markets finden. Diese erfüllen alle unsere Kriterien bezüglich Free-Cashflow-Rendite, Bilanzqualität und Ausschüttungen an die Kapitalgeber.

Das ist wenig überraschend: Im Zeitalter der passiven Investorenströme werden, von den News getrieben und quasi von oben herab, ganze Länder-ETF auf einen Schlag verkauft ohne mit der Lupe hinzuschauen, ob sich darunter nicht die eine oder andere Value-Perle findet.

Doch kann den Bilanzen und den Managern aus Emerging Markets überhaupt vertraut werden? Diese Frage wird oft gestellt. Sie mutet etwas seltsam an im Zeitalter globalisierter Buchhaltungsstandards und zahlreichen grossen Skandalen in westlichen Industriestaaten: Enron, Worldcom, Parmalat, Autonomy, Toshiba, Banco Espirito Santo, Valeant Pharmaceutical – mit den prominenten Buchhaltungsbetrügereien der letzten 20 Jahre aus Industriestaaten lassen sich zahlreiche Bücher füllen.

Es gibt aus unserer Sicht keinen Grund anzunehmen, dass die Buchführung in den Industrieländern grundsätzlich besser sein soll. Im Gegenteil halten wir es für sinnvoll, gegenüber Bilanzzahlen immer und überall eine grosse Portion Skepsis walten zu lassen.

Dasselbe gilt bezüglich des Verhaltens des Managements: Werden die Zahlen klar und übersichtlich dargelegt oder mit Unmengen von Fussnoten, Sondereffekten und adjustierten Gewinnen? Entsprechen die Zahlen und Cashflows dem, was das Management über den Geschäftsgang erzählt? Wie wird das überschüssige Kapital verwendet? Für grössenwahnsinniges Empire Building? Für clevere antizyklische Übernahmen? Werden die Minderheitsaktionäre mit Ausschüttungen und Aktienrückkäufen belohnt? Oder müssen sie ständig wieder den Geldbeutel aufmachen und mehr Kapital einschiessen?

Das alles sind wichtige Punkte, die nicht nur bei Firmen aus Emerging Markets kritisch beäugt werden sollten. Das Management befindet sich immer in einem gewissen Interessenskonflikt zu den Eigentümern.

Das beste Mittel, um den Durchblick zu wahren und gleichzeitig vielen möglichen Betrugsfällen vorzubeugen, ist in unseren Augen das Cashflow-Statement eines Unternehmens. Wie viel Geld fliesst effektiv in die Firma rein und raus? Und wie viel Geld befindet sich in der Kasse? Das sind die Fragen, die jeden Firmenbesitzer am Ende des Tages interessieren sollten. Vieles andere sind reine Zahlenspiele für Buchhalter, Steuerberater und Juristen.

Cashflow schützt vor vielen Dummheiten

Besonders nützlich ist es dabei, ein Augenmerk auf den Cashflow aus Finanzierungstätigkeit zu werfen: Ist er negativ, fliesst Geld aus der Firma hinaus an die Kapitalgeber in Form von Dividenden, Aktienrückkäufen und Kreditrückzahlungen. Ist er positiv, wurde netto mehr Kapital aufgenommen in Form von neuen Aktien oder Krediten.

Wie wir in einer Studie zeigen konnten, ist ein möglichst negativer Cashflow aus Finanzierungstätigkeit in Relation zum Unternehmenswert EV eine sehr gute Kennzahl, um Aktien auszuwählen (siehe [Quantex Studie 2016](#)).

Es ist aber auch eine gute Kennzahl, um möglichen Betrugsfällen vorzubeugen. Gewinne und Vermögenswerte auf dem Papier zu beschönigen, ist keine grosse Kunst. Bares ist jedoch Wahres, das sich nur schwer manipulieren lässt. Unternehmen in Emerging Markets, die mehr oder weniger schuldenfrei sind und fortlaufend einen grossen Teil ihres freien Cashflows an die Kapitalgeber ausschütten, sind deshalb in unseren Augen ein Investment, das wenig böse Überraschungen bezüglich der Buchhaltung UND der Corporate Governance erwarten lässt.

Grosse Vorsicht ist dagegen bei Unternehmen angebracht, die auf dem Papier profitabel aussehen, ständig jedoch netto neues Kapital am Markt aufnehmen. Derzeit gehören nicht wenige chinesische Firmen in diese Kategorie, auch prominente Tech-Titanen wie

Ali Baba oder Tencent. Oft weisen sie hohe Buchgewinne aus Verkäufen und Neubewertungen von heissen Startups aus – doch der Aktionär sieht von all den schönen Profiten netto keinen müden Yuan.

Mit dem richtigen Rüstzeug und dem Blick aus der Ameisenperspektive auf einzelne Unternehmen finden sich in Emerging Markets derzeit so viele interessante Aktien wie schon lange nicht mehr. Je mehr die Börsen von passiven Investorenströmen dominiert werden, die mit den News aus Politik und Wirtschaft aus Emerging Markets rein- oder rausfliessen, desto mehr sollten auch in Zukunft Chancen auf der Ebene der Einzeltitel entstehen.

Das Länderrisiko lässt sich zudem in einem Fonds diversifizieren. Derzeit halten wir lieber sieben Titel mit gutem Free Cashflow und guter Ausschüttungsrendite aus sieben verschiedenen Emerging Markets als dieselben sieben oder zehn grossen Wachstumstitel aus den USA, in denen sich mittlerweile praktisch alle Investoren tummeln. Wenn die grossen Elefanten einmal in Panik geraten, sind wir lieber die kleine Ameise abseits der Trampelpfade als Teil der Herde. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Maurice Rüegg
Fondsmanager

+ Cia Cervecerías Unidas (CCU)

Die Compañía de Cervecerías Unidas (CCU), oder oft einfach Cervezas, ist die grösste Brauerei Chiles und wurde 1902 gegründet. Die Aktie ist über ein American Depository Receipt (ADR) in New York problemlos handelbar und sehr liquide. Sehr liquide laufen auch die Geschäfte mit Getränken – und das in ganz Südamerika. Die Verkaufszahlen wurden im letzten Jahr um 5% gesteigert, der Nettogewinn ohne ausserordentliche Effekte um 14.8%. Durch einen Deal mit AB InBev, bei dem die Rechte an Budweiser in Argentinien verkauft wurden, erhielt CCU 2018 einen schönen Batzen von 300 Mio. US-Dollar in seine Kassen.

Wir haben die Aktie im Februar gekauft, weil unsere quantitativen Auswertungen den Titel unter die 50 bestbewerteten Emerging Markets Unternehmen einordnen: dies aufgrund einer EBIT Marge von 27%, einem Return on Equity von 26% bei einem Kurs-Buch-Verhältnis der Firma von 2.8 und einem geschätzten zukünftigen Gewinn-Wachstum von 12%. In Zeiten, wo wir aufgrund von Übertreibungen im Markt eher vorsichtig agieren wollen, freuen wir uns, ein solch attraktiv bewertetes, defensives und netto schuldenfreies Unternehmen entdeckt zu haben.

– GAM Holding

Als GAM am 13. Dezember 2018 verkündete, die Dividende zu streichen und den CEO Alex Friedman zu entlassen, empfanden wir diese Nachricht als gut und vernünftig. Der Markt sah es anders und die Aktie stürzte weitere 30% in den Keller. Wir hatten GAM bereits länger beobachtet und glaubten, dass der Markt nun überreagierte. Also investierten wir.

Mit der Hälfte der Marktkapitalisierung gedeckt durch Netto-Cash und einer Free-Cash-flow-Rendite von über 30% bekamen wir die von uns gewünschte Sicherheitsmarge. Uns war aber bewusst, dass unser Besuch bei GAM wahrscheinlich ein kurzer sein würde.

Während der gesamten Haltedauer diskutierten wir in einer Endlosschleife über die möglichen Zukunftsszenarien. Dabei mussten wir uns eingestehen, dass der Best-Case wahrscheinlich darin besteht, dass GAM von einem anderen Fondshaus für eine Prämie übernommen wird. Diese Variante hätte aus unserer Sicht durchaus Sinn gemacht, aber auch dann könnte man ein Übernahmepreis von höchstens 5.50 bis 6 CHF pro Aktie erwarten. Gleichzeitig sahen wir die Probleme von GAM, wenn wir einen generellen Bärenmarkt geraten würden. Je länger wir darüber brüteten, desto schlechter schienen uns die Chancen im Verhältnis zu den Risiken. Dies veranlagte von uns, die Position über die Zeit abzubauen. Am Ende resultierte eine durchschnittliche Rendite von 14% über zwei Monate, womit wir in diesem Fall zufrieden sein können.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 12. März 2019

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pargesa Holding	Beteiligungen	6	5.9%	3.1%
Also Holding	Grosshandel	4	5.0%	2.2%
Novartis	Pharma	4	5.1%	3.2%
Roche	Pharma	4	6.3%	3.2%
Vetropack	Verpackungen	4	7.0%	2.0%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Cummins	Maschinenind.	6	6.2%	2.9%
Foot Locker	Einzelhandel	6	9.0%	2.3%
Xerox	Bürobedarf	6	9.1%	3.3%
Intel	Halbleiter	6	5.7%	2.3%
Aflac	Versicherungen	5	15.7%	2.2%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Barratt Dev	Hausbau	9	12.4%	7.2%
Micro Focus	Software	8	5.7%	4.8%
Anglo American	Bergbau	8	8.1%	3.9%
Mowi Asa	Nahrungsmittel	7	2.0%	5.0%
KGHM	Bergbau	7	0.3%	0.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Phosagro	Chemie	11	3.1%	6.2%
DCM Shriram	Chemie	10	5.2%	2.6%
Iskenderun Demir	Eisen & Stahl	10	14.6%	10.4%
OMV Petrom	Öl & Gas	9	20.4%	5.7%
Chong Hong	Immobilien	9	20.5%	7.3%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	8	19.8%	6.7%
Highland Gold	Russland	8	6.9%	6.3%
Regis Resources	Australien	7	4.9%	4.1%
St. Barbara	Australien	6	9.0%	2.6%
Northern Star	Australien	4	2.4%	1.5%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Basilea Pharma	Biotechnologie	-9	-24.3%	0.0%
Mattel	Spielwaren	-8	-2.5%	0.0%
K+S AG	Chemie	-7	-4.2%	2.3%
Coeur Mining	Goldminen	-7	-9.7%	0.0%
Genereal Electric	Konglomerat	-6	-2.2%	2.7%

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-	11.3.2019	218.90	+6.7%
		EUR -R-	11.3.2019	126.68	+5.9%
		USD -R-	11.3.2019	133.52	+4.1%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	11.3.2019	162.36	+7.8%
		USD -R-	11.3.2019	67.35	+5.1%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	11.3.2019	186.68	+3.6%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	11.3.2019	100.35	+9.6%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	11.3.2019	1.22	+5.4%
		CHF -3a-	11.3.2019	0.94	+5.4%

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

