



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Angst ist der stärkste Treiber des Anlegerverhaltens. Gleich nach der Angst, Geld zu verlieren, kommt die Angst, etwas zu verpassen. «Fear of missing out» oder kurz FOMO nennen die Amerikaner dieses Phänomen, das immer eine starke soziale Komponente hat. Der halbschlaue Nachbar hat mit Aktien letztes Jahr 50% gemacht? Vielleicht sollte ich auch wieder mal was investieren. Der eigenbrötlerische Neffe hat sein Geld mit Bitcoin verzweifelt? Vielleicht ist an dem Kryptowährungshype ja wirklich was dran. Natürlich sind auch Fondsmanager nicht vor FOMO gefeit. Es ist zwar völlig klar, dass die Aktienbewertungen nun eher hoch sind und wir uns in der spätzyklischen Konjunkturphase befinden. Aber man will ja nicht riskieren, zurückzubleiben, wenn die Börsen noch zum finalen Endspurt ansetzen und nach Jahren der Ebbe nun auch wieder Neugeld in Fonds fließt. Plötzlich werden da Investments in typische Spätzykliker wie Ölbohrfirmen oder Kupferminen diskutiert, die eigentlich sonst wegen ihres hohen inhärenten Risikos selten eines Blickes gewürdigt wurden. Genau so nimmt der Zyklus seinen Lauf. Der Crash wird umso heftiger ausfallen, je mehr Anleger jetzt noch auf den längst fahrenden Zug aufspringen. Was uns etwas mehr Gelassenheit gibt, zurückzustehen und defensiv zu investieren, ist die Tatsache, dass wir seit dem Beginn des Booms 2009 den Markt sehr deutlich geschlagen haben. Wirklich gute Chancen werden erst kommen, wenn wieder alle Angst haben, Geld zu verlieren.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die Tücken der Zyklen.....	1
Aktien PlusMinus: Cognizant und The Buckle .....	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex.....	8

## Titelgeschichte

### Die Tücken der Zyklen

**Zyklische Aktien haben in Boomzeiten einen fast unwiderstehlichen Reiz. Doch sie sind gerade dann besonders gefährlich. Bei zyklischen Titeln ist das Timing von Ein- und Ausstieg viel wichtiger als bei anderen Unternehmen. Es gibt deshalb gute Gründe, solche Aktien gerade jetzt ganz zu vermeiden.**

Alle Konjunktur-Lampen stehen auf grün: Ob Konsumentenvertrauen, Einkaufsmanager-Indizes der Industrie oder die Zuversicht der Firmenchefs, alle diese Indikatoren haben inzwischen alte Rekordstände von 2007 oder sogar dem Superboom der Jahrtausendwende erreicht. Die Gewinnschätzungen für die Unternehmen werden ständig nach oben revidiert. Gleichzeitig bleiben Zinsen, Inflation und Volatilitäten tief, was zusammen mit der schönen Performance der letzten Jahre zur guten Stimmung unter den Investoren beiträgt.

Also volle Kraft voraus und zyklische Aktien kaufen wie Rohstoffproduzenten und Kapitalgüterhersteller? Diese Unternehmen sollten von einem Wirtschaftsboom besonders profitieren. Das stimmt im Prinzip auch. Doch deswegen sind ihre Aktien noch lange keine guten Investments.

Es stimmt zwar gemäss einer Untersuchung von Fidelity, dass Sektoren wie Rohstoffe, Energie und interessanterweise Gesundheit in der spätzyklischen Konjunkturphase zu den Outperformern gehören (vgl. Grafik nächste Seite).



Doch wenn der Zyklus dreht und in die Rezession übergeht, gehören viele Zykliker auch zu den grössten Verlierern. Besonders hässlich wird der Absturz jeweils, wenn ein zyklisches Unternehmen auch noch ein grosses finanzielles Leverage in der Bilanz aufgebaut hat. Tückischerweise sehen viele Zykliker jedoch genau auf dem Top dank rekordhohen Gewinnen auch am günstigsten aus. In diese zyklische Falle tappen Investoren immer wieder.

Sector	Early	Mid	Late	Recession
Financials	+			
Real Estate*	++			--
Consumer Discretionary	++		--	
Info Technology	++	+	--	--
Industrials	++	+		--
Materials		--	++	-
Consumer Staples	-		+	++
Health Care	-		++	++
Energy	--		++	
Telecom	--			++
Utilities	--	-	+	++

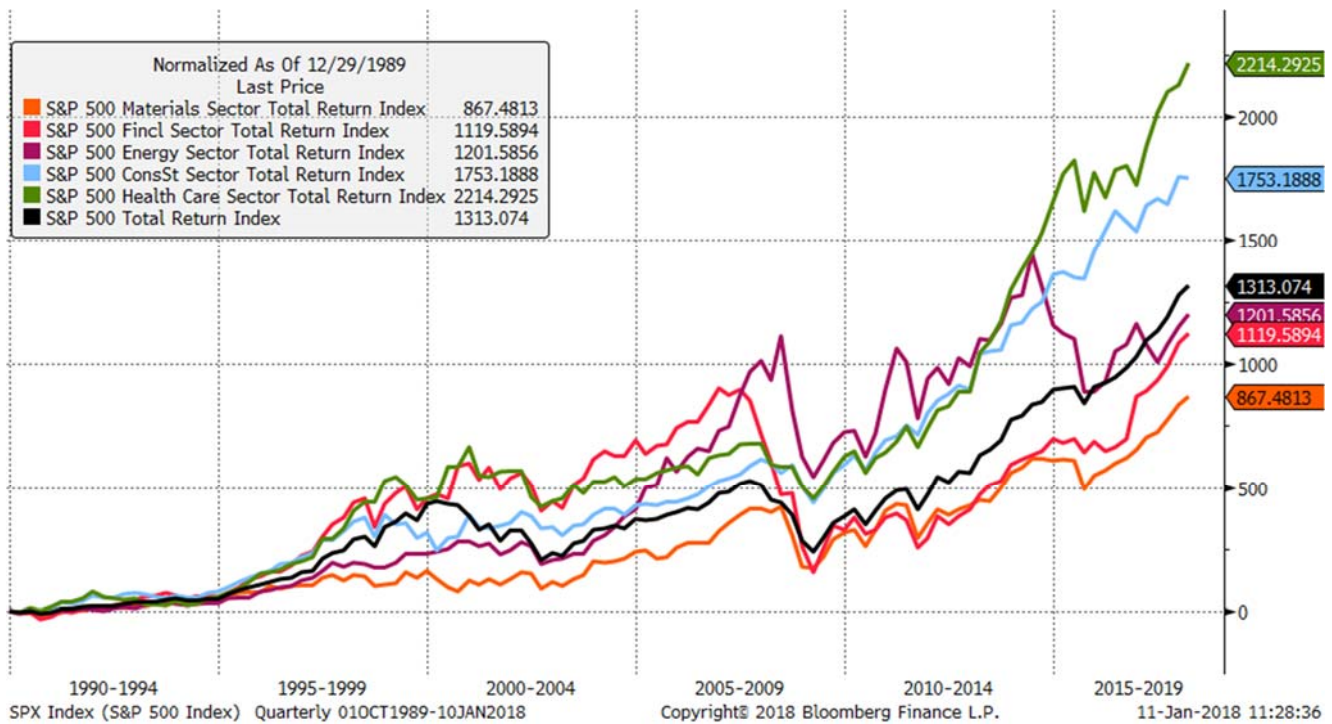
Die Tabelle zeigt die relative Performance verschiedener US-Sektoren in den einzelnen Stadien des Konjunkturzyklus seit 1962 (frühe, mittlere und späte Phase sowie Rezession). Die zyklischen Sektoren Materials und Energy sind zum Beispiel Outperformer in der spätyklischen Phase. (Quelle: Fidelity.com)

Benjamin Graham, der Urvater aller Value-Investoren, warnte schon vor mehr als 60 Jahren in «Intelligent Investieren» vor diesem häufigen Fehler: «Beobachtungen über einen sehr langen Zeitraum haben uns gelehrt, dass Anleger die grössten Verluste erleiden, wenn sie Papiere niedriger Qualität in Haussezeiten erwerben. Die Anleger verwechseln in diesem Fall sehr oft die augenblicklichen Gewinne mit «Ertragskraft» und kommen zur Ansicht, dass Prosperität und Sicherheit identisch sind.»

Durch die Kombination von zyklischen Umsätzen, oft hohem operativem Leverage und eventuell auch noch Schulden in der Bilanz wird schnell klar, dass bei zyklischen Aktien das Timing des Ein- und Ausstiegs viel wichtiger ist als bei stabileren Sektoren wie Gesundheit oder Konsumgütern.

Wobei nicht nur die Anleger, sondern auch die Manager der zyklischen Unternehmen ständig Fehler machen. In der Regel investieren die Firmenbosse auf dem Höhepunkt am meisten in neue Fabriken, Minen und Ölquellen – und fallen dann umso härter, wenn der Zyklus dreht. In der folgenden Krise müssen sie dann oft neue Aktien ausgeben oder Unternehmensteile verkaufen, um ihr Überleben sicher zu stellen. So vernichten sie permanent Wert für die Anleger.

Es verwundert folglich auch nicht, dass zyklische Sektoren wie Rohstoffe und Finanzen auf lange Sicht schlechter abschneiden als der Gesamtmarkt (siehe Grafik nächste Seite) oder stabilere Sektoren wie Gesundheit und Konsumgüter.



Die Grafik zeigt die Entwicklung verschiedener Sektoren des S&P-500-Index seit Oktober 1989. Wenig zyklische Sektoren wie Gesundheit (Health Care=grün) und Konsumgüter (ConsSt=blau) schwankten weniger und lieferten zugleich eine höhere Gesamtrendite als zyklische Sektoren wie Rohstoffe (Materials=orange), Finanzen (Fincl=rot) und Energie (Energy=vielleicht). (Quelle: Bloomberg)

Diese Underperformance steht übrigens im krassen Gegensatz zur gängigen Finanzmarkttheorie, gemäss welcher die Anleger für die höhere Volatilität in zyklischen Aktien mit höheren Renditen entschädigt werden sollten. Eine Reihe von Studien belegt im Gegenteil die langfristige Outperformance von weniger volatilen und typischerweise nicht zyklischen Aktien. Das ist ein weiterer Sargnagel für das eigentlich schon lange tote Kapitalmarktmodell von Markowitz, Sharpe&Co., das trotzdem weiter an den Universitäten und in den Strategien institutioneller Investoren herumgeistert.

Zykliker sind also eindeutig keine Buy&Hold-Investments. Mit korrektem Timing des Ein- und Ausstiegs könnte man theoretisch eine Überrendite zum Gesamtmarkt erzielen. Doch genau wie beim generellen Markttiming ist dies in der Praxis nicht systematisch zu schaffen. Natürlich auch nicht von den «Profis», wie der mehrheitlich schlechte Leistungsausweis aktiv verwalteter Anlagefonds zeigt.

Die schlechtere langfristige Gesamtrendite und die grössere Bedeutung des Timings beim Ein- und Ausstieg sind denn auch gute Gründe für manche Investoren, überhaupt nie in zyklische Aktien zu investieren.

Bei Quantex verfolgen wir allerdings einen streng bottom-up getriebenen Ansatz ohne Einschränkungen bezüglich Sektoren oder Ländern. Das Interessante dabei: Seit der Eurokrise 2012 lieferte unser Modell für den Quantex Global Value Fund immer eine grosse Anzahl von Kaufkandidaten aus zyklischen Sektoren, insbesondere Finanzen und Informationstechnologie. Entsprechend waren wir darin auch übergewichtet. Seit zirka Frühjahr 2017 jedoch sind die meisten Zykliker modellgetrieben aus unserem Portfolio verschwunden und die Gewichtung defensiver Sektoren wie Gesundheit ist stark gestiegen. Der Gesundheitssektor ist momentan bottom-up interessant, aber auch gemäss der Fidelity-Sektorstudie: Er gehörte nämlich in der Vergangenheit nicht nur in der spätzyklischen Phase zu den Outperformern, sondern auch in der folgenden Rezession.

Unser Modell zeigte uns also während der Krisenjahre von 2012-2016, dass zyklische Aktien wegen der Angst der Anleger vor einem Eurozonen-Kollaps günstig waren. Und jetzt ist diese zyklische Risikoprämie aus den Kursen weitgehend verschwunden.

Macht es da Sinn, weiter sein Glück mit Zyklikern zu strapazieren? Das letzte Mal, als genau so gute Konjunkturdaten wie heute vorlagen, nämlich in den Jahren 2000 und 2007, befanden wir uns kurz vor einem Top an den Finanzmärkten. Folglich lautet unsere Antwort ganz klar: Nein. (pfr)



## Aktien PlusMinus

---

# Was wir kaufen und verkaufen

---



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

### + Cognizant Technology Solutions

Mit über 250'000 Mitarbeitern gehört Cognizant Technology zu den grössten IT-Services-Gesellschaften. Ihr Tätigkeitsfeld besteht aus IT-Beratung und Outsourcing-Dienstleistungen. Anders als bei anderen indischen IT-Beratungsfirmen gelang es Cognizant besser, den Fokus auf die gesamte Wertschöpfungskette der Kunden zu legen und nicht nur auf einen kleinen Baustein. Hierdurch erzielt das Unternehmen grosse Kundenzufriedenheit und sorgt für eine langjährige Kundenbindung.

Seit dem IPO 1999 ist der Umsatz um mehr als den Faktor 150 gewachsen; das Unternehmen wird aber immer noch wie ein Start-Up geführt. Cognizant hat sich stets ein Margenziel auf EBIT-Stufe von rund 20% gesetzt, der Rest wird ins Unternehmen investiert. Von aussen macht es den Anschein, dass bei Cognizant viel Geld verschwendet wurde, um nicht über das Margenziel hinauszuschiessen. Auf diese Schlussfolgerung kam Ende 2016 auch der Aktivist Elliott Management. In einem seiner berühmten Briefe ans Management legte er eine sehr einfach umzusetzende Strategie dar. Diese bestand v.a. darin, die Kapitalstruktur des Unternehmens zu verbessern, die Aktionäre zu belohnen, das interne Margenziel zu erhöhen und die Managemententlohnung umzustrukturieren. Die vorgeschlagenen Massnahmen stiessen auf offene Ohren, und 2017 fing die Firma an, Bausteine davon umzusetzen. Dieses Verhalten führt aus unseres Sicht zu folgender Ausgangslage: Cognizant ist eine für ihre Wachstumsrate günstig bewertete Firma in einer Industrie, die durch die weitere Technologisierung Rückenwind erhält, wenig kapitalintensiv ist, keinerlei bilanzielle Risiken trägt und gerade die Kapitalallokation verbessert. Was will man mehr.

### – The Buckle

The Buckle ist ein Paradebeispiel für zwei Investment-Prinzipien, die wir im Quantex Global Value hochhalten: Sicherheitsmarge und Rebalancing. Die Sicherheitsmarge ist so definiert, dass man markant weniger für eine Aktie zahlt, als sie wert hat. Dadurch können permanente Wertverluste durch Schätzfehler reduziert werden. Bei Buckle (siehe Ausgabe vom Mai 2017) glaubten wir, dass der Markt zu pessimistisch für die Aussichten der Firma war, und wir gingen von einer allmählichen Stabilisierung auf tieferem Niveau aus. Passiert ist nun ein Mittelding: die Zahlen haben sich weiter verschlechtert, aber nicht so stark, wie der Markt dachte. Somit mussten wir zwar den fairen Wert reduzieren, konnten aber wegen unserer Sicherheitsmarge beim Kaufzeitpunkt trotzdem eine positive Rendite erzielen.

Nun zum Rebalancing: Im Quantex Global Value Fund halten wir gleichgewichtete Positionen und rebalancieren diese bei Bedarf wieder zum Ausgangswert. Durch die Gleichgewichtung erhoffen wir uns, objektiver zu bleiben, als wenn wir «Top Positionen» halten würden. Im Fall Buckle spielte uns diese Haltung in die Hände, weil wir kurz nach dem Kauf mehrere Möglichkeiten erhielten, durch Rebalancing unseren durchschnittlichen Kaufpreis zu optimieren (auf Deutsch: Die Aktie ist zuerst gefallen). Am Ende hat uns dieses Verhalten 6% zusätzliche Rendite beschert und aus einem leichten Underperformer zum Fondsdurchschnitt einen leichten Outperformer gemacht.

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. Januar 2018

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bachem Holding	Biotechnologie	5	-0.8%	1.6%
Jungfraubahnen	Transport	5	3.4%	1.5%
Givaudan	Chemie	4	2.7%	2.5%
Belimo	Baumaterialien	4	2.3%	1.7%
Garmin	Elektronik	4	6.0%	3.4%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
IBM	Computer	6	6.1%	3.6%
LyondellBasell	Chemie	6	7.2%	3.1%
Micron Tech	Halbleiter	6	9.3%	0.0%
Pfizer	Pharma	6	5.6%	3.5%
Macy's	Detailhandel	5	10.4%	6.2%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Taylor Wimpey	Hausbau	8	11.2%	6.6%
Covestro	Chemie	6	8.2%	1.6%
Aegon	Versicherungen	6	6.9%	4.8%
Boliden	Bergbau	6	7.3%	1.8%
Rio Tinto	Bergbau	6	7.1%	4.6%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MMK Magnitogorsk	Stahl	10	-1.2%	10.2%
Tatneft	Öl & Gas	10	6.8%	10.1%
Itausa	Finanzdienstl.	9	4.8%	4.2%
Indo Tambangraya	Kohle	9	17.2%	10.6%
Soda Sanayii	Chemie	9	13.1%	4.3%

## Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Regis Resources	Australien	6	4.7%	5.0%
St. Barbara	Australien	5	14.8%	2.4%
Comp. Min. Poderosa	Peru	4	16.0%	0.0%
Evlolution Mining	Australien	4	8.1%	2.5%
Resolute Mining	Australien	4	11.9%	1.8%

## Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tata Communication	Telekommunik.	-10	-	0.5%
AMD	Halbleiter	-8	-1.8%	0.0%
Etrion Corp	Altern. Energie	-7	-30.6%	0.0%
Cobham	Rüstungsind.	-6	2.2%	0.0%
Expedia	Internet	-6	5.7%	0.9%

### 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 ausgerichtete 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 Funds – Global Value	CHF	9.1.2018	<b>215.55</b>	+2.2%
		EUR	9.1.2018	<b>122.27</b>	+2.1%
		USD	9.1.2018	<b>135.22</b>	+1.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	9.1.2018	<b>167.19</b>	+0.4%
		USD -A-	9.1.2018	<b>71.26</b>	-0.5%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	9.1.2018	<b>222.15</b>	+1.8%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	9.1.2018	<b>119.35</b>	+3.7%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	9.1.2018	<b>1.32</b>	+2.0%



### 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

