



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

«Stabilität schafft Instabilität. Je länger die Verhältnisse stabil bleiben, desto instabiler werden sie, wenn die Krise kommt.» Dieses an sich bekannte Credo von Hyman Minsky haben die Zentralbanker leider immer noch nicht begriffen. Zwei grosse Spekulationsblasen hatten sie uns in den letzten zwanzig Jahren bereits beschert, die dann in den Jahren 2000 und 2008 mit grossem Knall platzten. Beide Male hatten sie während der Boomjahre zuvor die Zinsen zu lange zu tief gehalten, «um den Aufschwung nicht zu gefährden.» Diese Übervorsicht führte dann genau dazu, dass sich die Anleger und Unternehmen mit dem billigen Geld umso forscher verspekulierten. Heute sind wir wieder genau an demselben Punkt: Wirtschaftsaufschwung und Konsumentenvertrauen in den USA und Europa haben soeben die höchsten Werte der letzten 20 Jahre erreicht. Und was machen die Zentralbanken? Sie halten die Zinsen auf historischen Tiefständen und versichern ständig, diese nur gaaaanz langsam zu erhöhen und nur mit viel «Vorauskommunikation». Diese scheinbare Berechenbarkeit und Stabilität führt natürlich genau dazu, dass sich viele Marktakteure wieder im ganz grossen Stil verspekulieren. Man achte nur auf die gigantischen Verzerrungen an den Anleihemärkten oder die absurde Bitcoin-Blase. Etwas mehr Instabilität und Unberechenbarkeit der Zentralbanker täte den Märkten derzeit gut – sonst werden wir dann bald den nächsten grossen Knall erleben.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Profitable Zahlenspiele .....	1
Aktien PlusMinus: Sberbank und Hibbett Sports .....	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex .....	8

## Titelgeschichte

### Profitable Zahlenspiele

**Mit der vorliegenden Ausgabe Nr. 33 von Quantex Werte feiern wir das dreijährige Bestehen unseres Anlegerbriefs. Eine erste Analyse unserer quantitativen Aktien-Empfehlungen im Quant Corner ist vielversprechend.**

Bei Quantex sind quantitative Aktienanalysen die Grundlagen für unsere Investitionen. Im Quant Corner unseres Anlegerbriefes empfehlen wir jeden Monat fünf Aktien aus der Schweiz, aus Europa, den USA und aus den Schwellenländern zum Kauf. Ausserdem warnen wir vor absturzgefährdeten Titeln und empfehlen aus unserer Sicht attraktive Länder.

Für jede empfohlene Aktie zeigen wir unseren errechneten R-Score, ein Punktevergabesystem, das als primären Indikator jeden Titel mit zwischen -11 und 11 Punkten bewertet. Als zusätzliche Information steht die Free-Cashflow Rendite und die Dividende, da diese bei unseren Investitionsentscheidungen auch eine Rolle spielen. Der R-Score ist eine Mischung aus Value-Kennzahlen mit weiteren Faktoren zu längerfristigem Momentum, antizyklischen Indikationen und Beurteilung der Bilanz.

Was also hätte ein Investor erreicht, der einzig und allein auf unseren Quant Corner gehört hätte und jeden Monat in die 20 empfohlenen Aktien investiert hätte? Über die letzten drei Jahre ergibt sich eine Gesamtrendite in Franken von 67.0% oder etwa 18.6% pro Jahr.



**Renditeübersicht des Quant Corner**

3-Jahres Netto-Rendite in CHF	Rendite Quant Corner	Vergleichsindex	Rendite des Vergleichsindex
Schweiz	105.3%	Swiss Performance Index	20.0%
USA	27.9%	S&P 500	34.5%
Europa	22.8%	Europe STOXX 600	22.1%
Schwellenländer	112.1%	MSCI Emerging Markets Index	27.6%
Gefährlich bewertet	-3.6%	MSCI World Index	27.6%
Ländermodell Industrieländer	31.0%	MSCI World Index	27.6%
Ländermodell Schwellenländer	32.1%	MSCI Emerging Markets Index	28.2%

*Theoretische Netto-Rendite der Anlagen des Quant Corners sowie der Vergleich zum jeweiligen Index.*

In obiger Tabelle finden sich die berechneten Renditen sowie als Vergleich die Renditen des jeweiligen Referenzindex. Alle Zahlen sind in Schweizer Franken gerechnet und beinhalten alle Erträge wie Dividenden oder Aktiensplits. Die detaillierten Resultate können auf Wunsch bei uns gerne als Excel-Datei bezogen werden.

**Ein paar Fakten zur Analyse**

Begonnen haben wir unsere Analyse am 1.1.2015. Der Stichtag für die Schlussbewertung war der 8.11.2017. Jeweils mit Bewertungsdatum im Quant Corner haben wir das virtuelle Depot angepasst und bewertet. Das resultierte in 60 Käufen in der Schweiz (und 55 Verkäufen, denn wir halten momentan ja noch fünf Aktien), wobei wir 35 verschiedene Unternehmen im Depot hielten. Im S&P 500 empfahlen wir 52 Unternehmen und lösten 96 Käufe aus, im STOXX 600 waren es 44 Unternehmen und 86 Käufe, in den Schwellenländern 56 Unternehmen und 85 Käufe.

Die vielen Käufe stammen daher, dass wir oft in unseren Empfehlungen mehrere Unternehmen mit sehr ähnlicher Bewertung hatten und uns dann jeweils dafür entschlossen haben, das jeweils in den Vormonaten nicht genannte Unternehmen aufzulisten. Unser Ziel im Anlegerbrief ist es, neue Ideen zu liefern; ein realer Investor würde hier sicherlich nicht einen sehr gut bewerteten Titel gegen einen sehr ähnlichen austauschen. Schliesslich generiert das vor allem Transaktionskosten. Diese und alle weiteren Kosten wie Depotgebühren, Währungs-transaktionen oder Abgaben sind nicht berücksichtigt. Weder in der Quant-Corner-Rendite noch im jeweiligen Vergleichsindex.

Für die 20 empfohlenen Unternehmen aus den vier Regionen Schweiz, USA, Europa und Schwellenländer resultiert die eingangs erwähnte durchschnittliche Rendite von 67.0%, gegenüber der gemittelten Rendite für die vier Vergleichsindizes von 26.1%.

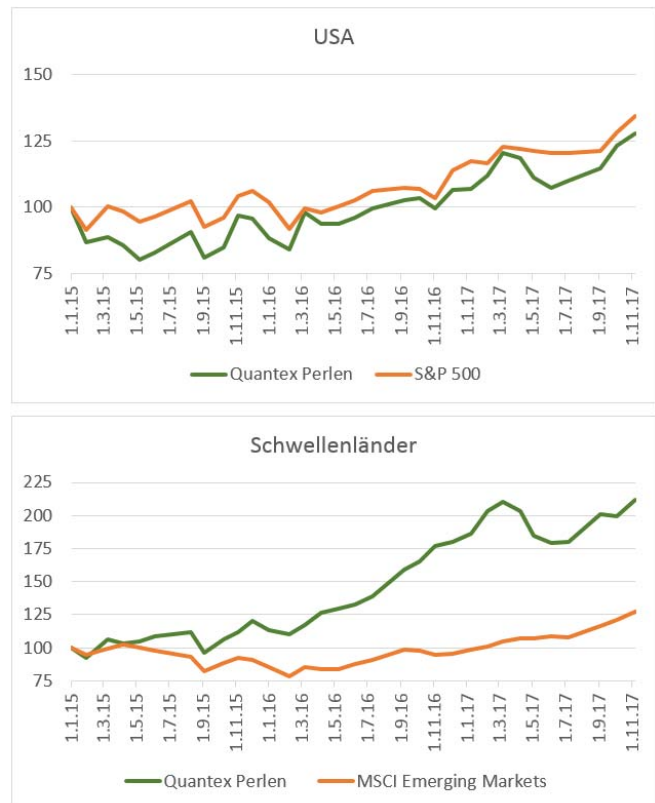
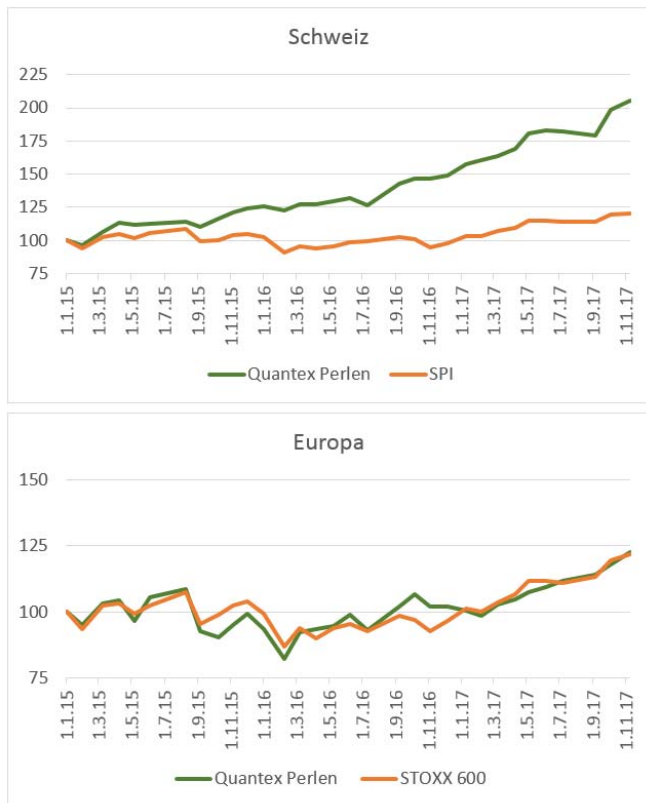
Eine ebenfalls spannende Rendite resultiert aus den jeweils fünf Titeln, vor denen wir jeden Monat warnen. Sie hätten über drei Jahre 3.6% verloren. Und das Marktumfeld war während des Bewertungszeitraumes sehr positiv ohne grössere Krisen! In einem negativen Umfeld vermuten wir, dass unsere Warnungen noch viel ernster zu nehmen wären.

Die Empfehlung zu favorisierten Ländern ist von eher sekundärem Nutzen. Die fünf billigsten Industrieländer und die drei billigsten Schwellenländer lassen sich oft nicht mit den darunter liegenden Aktien in Einklang bringen. Die Börse in Prag hat vier Aktien, die von genügender Grösse sind, um für Liquidität im Handel zu sorgen. Die Börse von Qatar ist eigentlich für Ausländer fast unerreichbar und in der Schweiz ist der Index verzerrt durch die drei Schwergewichte Nestle, Roche und Novartis.

**Verzerrte Indices**

Diese Verzerrung ist sicherlich auch ein Grund, wieso unsere Empfehlungen in der Schweiz viel besser waren als der Swiss Performance Index. Nestle, Roche und Novartis blieben gegenüber vielen anderen Titeln zurück. Das Gegenteil ist momentan in den USA der Fall. Die FANGs (Facebook, Amazon, Netflix und Google-Alphabet) sind zusammen mit anderen Tech-Titeln ein gewichtiger Teil des S&P 500 und lieferten massive Mehrrenditen im Vergleich zu anderen Branchen. Keine dieser Aktien haben wir in den letzten drei Jahren zum Kauf empfohlen. Fundamental betrachtet spricht rein gar nichts für ein Engagement in Amazon, auch wenn das „Story-Telling“ um die Zukunft des Einzelhandels voll in Fahrt ist.

Ausgewogener sind die Indizes in Europa und in den Schwellenländern. In Europa schafften wir eine leicht schwächere Rendite als der STOXX 600, in den Schwellenländern sind wir deutlich besser. Hier haben wir in den letzten Jahren die laut unserem R-Score definitiv attraktivsten Unternehmen gefunden mit Punktzahlen von 9 bis 11, während in Europa und den USA oft nur 5 oder 6 Punkte für eine Empfehlung reichten.



*Vergleich der Renditen für unsere Quantex Perlen im Quant Corner zu den jeweiligen Indizes, alle in CHF gerechnet.*

**Bemerkenswertes**

Einige Details, die uns ins Auge gestochen sind und die Eigenheiten des quantitativen Investierens beleuchten, möchten wir kurz ausführen. Als erstes ist hervorzuheben, dass trotz unseres Anliegens, immer neue Ideen an unsere Leser zu vermitteln, eine Konstanz in der Titelselektion liegt. Viele Unternehmen standen in unserem Quant Corner über Monate und Jahre auf der Empfehlungsliste. In der Schweiz empfahlen wir TA Media über 16 Monate (+34.1%), Bell sogar über 21 Monate (+86.0%). Im von der Allgemeinheit als unsicher eingestuften Russland empfahlen wir Tatneft und Magnitogorsk über 12 und 13 mal. Magnitogorsk hätte dabei +113.5% Rendite gemacht, Tatneft im negativen Marktumfeld +23.7%. Drei dieser Aktien, ausser TA Media, hielten und halten wir übrigens auch in unseren Fonds.

Beim quantitativen Investieren verirrt sich aber auch mal eine Aktie auf die Liste, die nur in der Theorie gehalten werden kann. Luthai zum Beispiel ist ein China A-Share, der nur

in China selbst gehalten werden darf. Beim oben erwähnten Magnitogorsk gibt es zum Glück ein sogenanntes Global Depository Receipt (GDR) an der Londoner Börse, da Russland auch schwer zugänglich für ausländische Investoren ist.

Dann gibt es Titel, die wir auf unserem Radar auftauchen sahen, wie z.B. Amgen in den USA oder die Jungfraubahn, die aber erst spät eine Spitzenposition in unserer Bewertung einnahmen. Amgen kauften wir in unserem Global Value Fund bevor die Aktie im Quant Corner erwähnt wurde.

Manchmal weiss weder die Aktie noch das quantitative Modell (noch das Management!), wohin ein Unternehmen steuert. Intel haben wir empfohlen, dann wieder nicht, dann plötzlich wieder. LG in Korea war mal ein Spitzenkandidat, dann auf der Liste der zu meidenden Aktien, ebenso Statoil in Norwegen oder First Solar in den USA.

Eine klare Warnung war beim in Schieflage geratenen englischen Detailhandelsriesen Tesco angebracht. Die Aktie hat, wann immer wir gewarnt haben, insgesamt 32% verloren. Vor der ehemaligen Swiss Metall (SWMTL Holding) haben wir drei Monate in Folge gewarnt. Zuerst bewegte sie sich nicht, dann verlor sie 50%! Dieses „Nicht-Bewegen“ ist übrigens einer der wichtigsten Gründe, weshalb wir bei Quantex viele Aktien meiden, aber nicht auf fallende Kurse wetten. Wir sind „long-only“, weil beim Leerverkaufen immer die Zeit gegen einen spielt. Ein Sonderfall macht dies besonders klar: Wir haben vor dem Halten von Weisse Arena gewarnt. Der Titel hat darauf über mehrere Monate 0% gemacht – es gab in diesem Nebenwert schlicht keine Transaktionen während der Zeit. Wir hätten ausser Spesen nichts gewonnen.

Schön zu sehen sind gewisse Sektor-Rotationen im quantitativen Modell, ohne dass solche angestrebt werden. Zuerst waren viele Versicherungen wie Hannover und Münchener Rück oder Zurich Insurance übervertreten, dann listeten wir plötzlich viele Bergbauunternehmen wie Rio Tinto, Assore und Kumba Iron Ore auf.

## Fazit

Mit der Auswertung des Quant Corner haben wir einmal gezeigt, dass quantitative Modelle ihre Berechtigung haben. Was allerdings ein gutes quantitatives Modell ist, darüber scheiden sich die Geister, und es wurden schon hunderte Bücher geschrieben. Unser eigener Ansatz folgt kurz zusammengefasst diesen einfachen Regeln:

- Eine automatisierte Analyse von zuverlässigen, vergleichbaren Unternehmenskennzahlen.
- Ein möglichst einfaches System der Beurteilung ohne höhere Mathematik, sprich ohne Neuronale Netze, Machine Learning, Fuzzy Logic, Monte Carlo Simulationen, und andere trendige Schlagwörter.
- Kein exzessives Backtesting und Overfitting (siehe Anlegerbrief Nr. 10 „Trügerische Zahlenspiele“).
- Umsetzung der erhaltenen Resultate. Das heisst, man braucht den Mut, den eigenen Modelle zu glauben.

Befolgt man diese Regeln, so erlauben quantitative Analysen gute Renditen und wenig Aufwand. Die grösste Herausforderung ist oft, die Emotionen auszuschalten und an die Zahlen zu glauben. Oder man nutzt quantitative Analysen als Ausgangspunkt für weitere, fundamentale Betrachtungen. Dann liefern sie eine gute Basis, um den Arbeitsaufwand im unübersichtlichen und von Emotionen überfrachteten Börsenschwung zu reduzieren. (mrg)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen



Maurice Rüegg  
Fondsmanager

### + Sberbank

Die Sberbank ist die grösste Bank Russlands, beschäftigt 310'000 Mitarbeiter und ist an der Börse 80 Mia wert (zum Vergleich: die UBS hat 65'000 Mitarbeiter bei einer Kapitalisierung von 65 Mia.). 50% +1 Aktie gehören der Russischen Zentralbank, der Rest lässt sich an der Börse, z.B. in London, handeln.

Noch im Sommer 2015 betrug die Eigenkapitalquote 8.6%, heute sind es 12.4%. Es wurde damals erwartet, dass der Gewinn pro Aktie um die Hälfte schrumpfen würde, tatsächlich waren es über das gesamte Jahr 2015 nur 22%. Im 2016 wuchs der Gewinn 140% und 2017 bis heute 50%. Die Dividende liegt bei 2.7%.

Eigentlich trauen wir der allgemeinen Marktmeinung wenig zu und handeln oft gegenläufig; bei Sberbank ist die Situation allerdings kompliziert: Mitte 2015 verfolgten noch 23 Analysten die Bank, wovon zehn ein Halten und zwei sogar ein Verkaufen der Aktie empfahlen. Heute hat ein Drittel dieser Analysten das Interesse verloren. Aber von den verbleibenden 15 sehen 14 die Aktie als Kauf. Schliesslich ist der Piotroski F-Score der Bank eine solide 6 aus 9 – wieder zum Vergleich: die UBS hat eine schwache 3. Wir haben zwar den Start der Erholung verpasst, aber ein Einstieg dürfte sich noch lohnen.

### – Hibbett Sports

Hibbett Sports ist eine beliebte Aktie bei uns im Quantex Werte; bereits im November 2016 und September 2017 haben wir über dieses US Retail-Unternehmen geschrieben. Eine kleine Zusammenfassung: Im Februar 2016 entschieden wir uns das erste Mal zu investieren. Unsere Prämisse damals war, dass Amazon das Sportschuhgeschäft nicht so sehr bedrängt, Hibbetts Konzept mit kleinen Läden weiter funktioniert und die Kapitalallokation des Managements sehr gut ist. Im November 2016 verkauften wir, nachdem sich die Aktie unserem fairen Wert angenähert hatte. Was danach geschah, hat uns selbst überrascht: Die Quartalszahlen verfehlten mehrere Male die Markterwartungen und das leichte Umsatzwachstum auf bestehender Ladenfläche verwandelte sich innert Kürze in einen satten Rückgang von 11%. Im Zuge dieser Ereignisse verlor die Aktie 75% ihres Werts.

Während dieser ganzen Zeit verfolgten wir das Geschehen nur von der Seitenlinie. Irgendwann zeigte uns die Bewertung aber an, dass der Pessimismus wahrscheinlich zu gross geworden war und wir stiegen Ende August 2017 wieder ein. Im nächsten Quartalsbericht schmälerte sich der Umsatzrückgang auf bestehender Ladenfläche von -11% auf -1%. Das schönste für uns war jedoch, dass das Management im Laufe des Quartals die Verbesserung erkannte und klammheimlich 5% aller ausstehenden Aktien zurückgekauft hatte. Wir ziehen den Hut. Obwohl wir dadurch den fairen Wert der Unternehmung ein wenig nach oben anpassen konnten, sprang die Aktie innert Kürze auf diesen Wert und wir verkauften. Mal schauen, wie lange es dauert, bis wir wieder investieren.



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 6. Dezember 2017

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bachem Holding	Biotechnologie	5	-0.9%	3.2%
Jungfraubahnen	Transport	5	3.7%	1.7%
Givaudan	Chemie	4	2.7%	2.5%
Kardex	Maschinenind.	4	4.6%	2.9%
Belimo	Baumaterialien	4	2.4%	1.8%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
LyondellBasell	Chemie	7	7.8%	3.4%
Micron Tech	Halbleiter	6	6.4%	0.0%
Pfizer	Pharma	6	5.7%	3.6%
Xerox	Büroausrüstung	6	3.7%	3.6%
Macy's	Detailhandel	5	10.2%	6.0%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Taylor Wimpey	Hausbau	8	11.9%	3.7%
Barratt Development	Hausbau	8	8.6%	3.7%
Boliden AB	Bergbau	7	8.4%	1.8%
Rio Tinto	Bergbau	7	8.2%	4.4%
BHP Billiton	Bergbau	6	12.2%	5.6%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Indo Tambangraya	Kohle	10	19.4%	11.5%
Novolipetsk Steel	Stahl	10	8.9%	9.4%
Hannstar Display	Computer	10	10.8%	4.7%
Sanepar	Wasser	9	8.5%	5.1%
PKN Orlen	Öl & Gas	9	11.4%	2.7%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tata Communications	Telekommunik.	-10	-	0.9%
AMD	Halbleiter	-8	-2.1%	0.0%
Saipem	Öl & Gas	-7	10.5%	0.0%
Mattel	Spielwaren	-6	-1.6%	3.8%
Airopack Technology	Verpackungen	-6	-17.4%	0.0%

**Unsere favorisierten Länder**

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Portugal	Portugal	-0.7%	
Spanien	Spanien	-1.2%	MSCI World (USD)
Hongkong	Hongkong	1.5%	
Australien	Frankreich	-2.1%	0.8%
Singapur	Australien	0.1%	
Qatar	Russland (USD)	3.3%	MSCI Emerging Markets (USD)
Türkei	Tschechien	0.3%	
Russland	Türkei	-7.2%	-1.2%

### 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 Funds – Global Value	CHF	7.12.2017	<b>207.80</b>	+22.0%
		EUR	7.12.2017	<b>118.02</b>	+11.7%
		USD	7.12.2017	<b>129.12</b>	+25.0%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	8.12.2017	<b>152.93</b>	+0.1%
		USD -A-	8.12.2017	<b>64.43</b>	+2.5%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	8.12.2017	<b>214.74</b>	+17.3%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	7.12.2017	<b>110.25</b>	+10.3%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	8.12.2017	<b>1.27</b>	+15.6%



**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

