



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Der grosse Knall blieb aus: Alle Banken stehen noch, die wichtigsten Volkswirtschaften wursteln sich weiter durch und die Unternehmen zahlen brav ihre Dividenden und kaufen Aktien zurück. Das Ausbleiben eines neuen Lehman-Schocks reichte bereits, um eine kräftige Kurserholung an den Börsen auszulösen. Die Stimmung war im Februar so negativ – gemäss einer Umfrage sogar noch schlechter als auf dem Börsentief vom März 2009 –, dass der Weg des geringsten Widerstands nach oben führt. Zwar steht es nicht gerade rosig um viele Länder und Branchen. Und auch geopolitisch gibt es viele gute Gründe, sich Sorgen zu machen. Aber das ist der Normalfall am Aktienmarkt. Erst wenn sich die Anleger keine Sorgen mehr machen, ist es Zeit, den Schutzbunker mit Bündeln von Bargeld und ein paar Goldbarren aufzusuchen.

Die prägendste Erfahrung fast aller aktiven Investoren heute war die grosse Finanzkrise von 2008. Kein Wunder, wird da ständig nach Anzeichen einer Wiederholung Ausschau gehalten. Doch genau darum ist es unwahrscheinlich, dass sich die nächste grosse Krise ähnlich abspielt. Für unsere Vorgeneration waren es die Hochinflation und der Bärenmarkt der 1970er Jahre. In den folgenden 35 Jahren gingen die Inflationsraten stetig zurück und die Aktienmärkte kletterten in die Höhe. Es ist völlig ok, sich Sorgen zu machen. Doch es ist unklug, sich dadurch von langfristigen Aktienengagements abhalten zu lassen.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Europas bessere Hälfte	1
Aktien PlusMinus: AECl und Playtech	5
Quant-Corner	6
Und übrigens	8
Über Quantex.....	9

Titelgeschichte

Europas bessere Hälfte

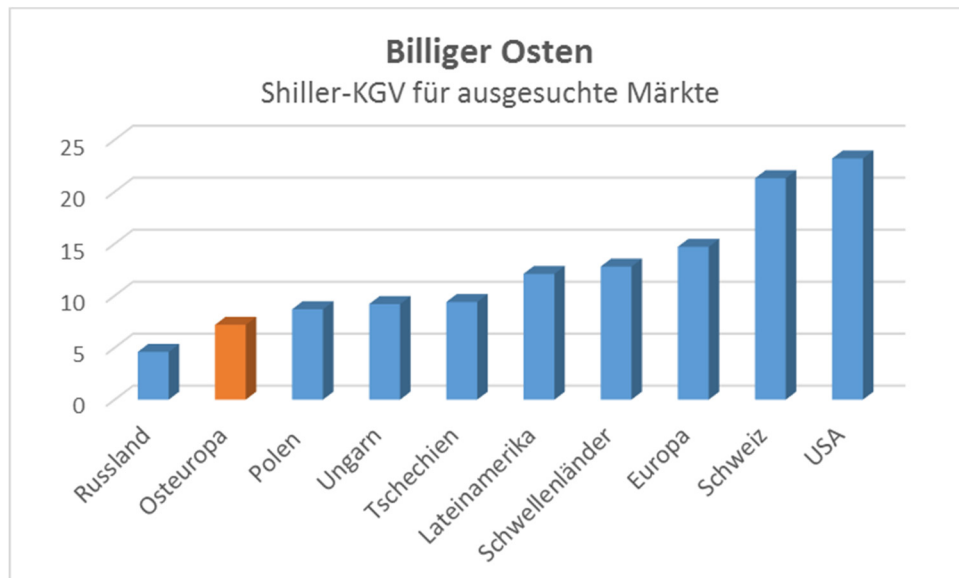
Die Börsen Osteuropas gehören zu den billigsten der Welt. Der Discount lässt sich ausser im Fall Russlands nicht rechtfertigen, die Fundamentaldaten der Region sind sehr gut. Ein Leitfaden für Investments in Europas besserer Hälfte.

Ganz Europa unterliegt seit Jahren einer chronischen Wachstumschwäche. Ganz Europa? Nein. Zumindest ein Teil des Kontinents wächst seit Jahren ungebrochen: Die Volkswirtschaften Osteuropas legten sowohl 2014 wie auch 2015 um satte 3% zu. Im Kontrast dazu löste ein Plus von 1.5% für 2015 in der Eurozone schon grosse Erleichterung aus. Auch im laufenden Jahr dürfte das Wachstum in Polen und anderen Ländern der Region über 3% zu liegen kommen – keine Spur von einer Eurokrise.

Weitere wichtige Makrokennzahlen sprechen für ein längerfristiges Engagement in osteuropäischen Ländern: Die Staatsverschuldungen sind generell viel tiefer als in Westeuropa. Im Schnitt belaufen sie sich auf 54% des Bruttoinlandsprodukts im Gegensatz zu 92% in der Eurozone. Zudem ist die Selbstfinanzierung der Schuldenlast hoch: Die Leistungsbilanzen Osteuropas sind im Schnitt ausgeglichen, anders als diejenigen vieler Schwellenländer. Als Netto-Importeur von Rohstoffen profitiert Osteuropa zudem vom aktuellen Preiszerfall, der Rohstoffexporteure wie Brasilien oder die Golfstaaten in eine tiefe Krise stürzte.



Doch die Aktienmärkte Osteuropas dümpeln seit Jahren vor sich hin. Gemessen am zehnjährigen Kurs/Gewinnverhältnis (auch Shiller-KGV genannt), gehören die osteuropäischen Börsen allesamt zu den günstigsten Märkten auf dem Planeten (vgl. Grafik).



Das zehnjährige Kurs/Gewinnverhältnis (Shiller-KGV) zeigt, dass die osteuropäischen Aktienmärkte die derzeit billigsten der Welt sind. (Quelle: www.starcapital.de).

Wie lässt sich diese extreme Diskrepanz aus guten Fundamentaldaten und billigen Börsenbewertungen erklären?

Osteuropas Börsen kamen in den vergangenen Jahren gleich mehrfach unter den Hammer. Seit dem Frühjahr 2011 blieben Emerging Markets generell hinter den Börsen der Industrieländer zurück. Dies führte zu entsprechenden Outflows aus allen Emerging-Markets-Vehikeln. 2011 und 2012 erreichte zudem die Eurokrise ihren Höhepunkt, der konjunkturell wie auch stimmungsmässig ebenfalls auf Osteuropa abfärbte. Und im Frühjahr 2014 folgte der nächste Schlag mit der Annexion der Krim durch Russland und dem Grenzkrieg in der Ukraine. Sanktionen wurden beschlossen, der Ölpreis kollabierte und Abermilliarden an Anlagegeldern flossen aus Russland ab.

In den meisten Osteuropa-Indizes und -ETF macht Russland mehr als 50% der Gewichtung aus. Es zeigt sich einmal mehr eine Schattenseite des passiven Investierens: Wer Osteuropa-Vehikel wegen Russland abstieß, verkaufte automatisch auch Polen, Tschechien oder Ungarn – Länder, die weder vom Grenzkrieg in der Ukraine, noch Sanktionen, noch dem Zerfall des Ölpreises betroffen sind.

Genau diese Länder sind aus unserer Optik interessant. Russland dagegen, obwohl im obigen Vergleich mit Abstand der günstigste Markt, weist gravierende Mängel in Sachen Aktionärsfreundlichkeit, Korruption und Rechtssicherheit auf. Viele Aktien wie etwa Gazprom sind nur auf den ersten Blick günstig. Betrachtet man die Cashflows, so wird bald offensichtlich, dass Gazprom selbst in den guten Zeiten keine freien Cashflows erzielte und netto kein Geld an die Kapitalgeber zurückfloss. Russische Aktien sollten deshalb nur mit grossen Bewertungsabschlägen gekauft werden. Bei uns finden sie sich momentan im rein quantitativ basierten Quantex Emerging Markets Fund, nicht jedoch im Global Value Fund.

Die übrigen vier grossen osteuropäischen Börsenplätze Polen, Tschechien, Ungarn und Rumänien bieten dagegen ein aussichtsreiches Jagdgebiet für Value-Investoren. Die Liquidität der meisten Titel ist gut für Privatanleger und kleinere Fonds wie unsere. Auf

den Kurszetteln dominieren jedoch wie in vielen Emerging Markets vorerst noch Banken, Versorgungsunternehmen und Energietitel. Einzig die Börse Warschau weist ein erstaunlich breites Spektrum an Sektoren auf. Folgende Unternehmen befinden sich momentan in unseren Fonds:

Asseco Poland ist der führende Anbieter von Software-Lösungen in Osteuropa. Die Kunden finden sich je zu rund einem Drittel im Finanzwesen, der Industrie sowie staatlichen Behörden. Das Unternehmen verzeichnet seit Jahren ein relativ stetiges Wachstum und konstante Margen und Free Cashflows. Die Bewertung der Aktie ist attraktiv, wenn auch nicht spottbillig. (Börsenwert 1.1 Mrd. EUR, Dividende 5.0%)

CD Project ist ein ehemals kleiner Computerspiel-Hersteller, der lange Zeit auf eine treue Fanbasis zählen konnte und dem 2015 mit dem dritten Teil seiner Witcher-Serie ein Welterfolg gelang. Das Kurs/Gewinnverhältnis für das vergangene Geschäftsjahr dürfte nur rund 6 betragen. Die Einnahmen der Firma bleiben jedoch unstetig, da nur alle 2-3 Jahre ein grösseres Spiel aus der Software-Schmiede kommt. Ausserdem stellt sich nun erstmals die Frage, wie das von den Gründern dominierte Management mit dem plötzlichen Geldsegen umgehen wird. (Börsenwert 525 Mio. EUR, Dividende 0%)

Warsaw Stock Exchange ist der Betreiber der polnischen Börse. Je höher das Handelsvolumen und die Zahl der notierten Firmen, desto höher liegen die Umsätze des Unternehmens. Warschau hat sich in den letzten Jahren als führender Börsenplatz der Region etabliert und zieht auch Unternehmen aus Nachbarländern an. Dank relativ tiefen Fixkosten und wenig Kapitalbedarf erzielt die Warsaw Stock Exchange wie andere Börsenbetreiber relativ konstante Free Cashflows, die praktisch vollumfänglich als Dividenden ausgeschüttet werden. (Börsenwert 370 Mio. EUR, Dividende 6.4%)

PGNIG ist ein Gasproduzent und Versorgungsunternehmen, das sich immer noch zu 72% in Staatsbesitz befindet. Anders als die meisten Konkurrenten ist PGNIG jedoch netto nicht verschuldet und erzielt weiterhin freie Cashflows. (Börsenwert 6.7 Mrd. EUR, Dividende 4.1%)

Kernel ist ein integrierter Agrokonzern aus der Ukraine mit Börsennotierung in Warschau. Hauptprodukt ist Sonnenblumenöl. Die Aktie hatte unter der Unsicherheit durch den Grenzkonflikt mit Russland gelitten. Das Unternehmen war bisher jedoch nicht direkt durch die Krise betroffen. (Börsenwert 1 Mrd. EUR, Dividende 1.7%)

Fondul Proprietatea ist ein geschlossener Fonds, über den die ehemaligen Staatsbeteiligungen Rumäniens privatisiert wurden. Im Portfolio finden sich vor allem Energie- und Stromversorgungsunternehmen, aber auch Beteiligungen an Banken und Flughäfen. Ein Grossteil davon ist ebenfalls börsennotiert, so dass die NAV-Schätzungen für den Fonds als realistisch angesehen werden können. Aktuell erhält man diese Beteiligungen über den Fonds mit einem Abschlag von 33% zum NAV. (Börsenwert 1.81 Mrd. EUR, Dividende 6.5%)

Unipetrol ist ein tschechischer Verarbeiter von Rohöl, Hersteller petrochemischer Produkte und Treibstoffhändler. Als solcher hat das mehrheitlich der polnischen PKN Orlen Gruppe gehörende Unternehmen gut von den hohen Margen im Ölsektor profitieren können. Zusätzlich wurde nach Verlusten im Jahr 2014 die Kostenbasis durch ein umfangreicheres Sparprogramm reduziert. Analysten rechnen 2016 sogar mit einer möglichen Dividende, der ersten seit 2007. (Börsenwert 1.1 Mrd. EUR, Dividende 0%)

Philip Morris CR begann seine Geschichte mit einer Lizenz an die damalige tschechische, staatliche Unternehmung *Tabàk* für die Produktion von Marlboro. 1992 wurde *Tabàk* durch Philip Morris International übernommen. Heute arbeiten 1200 Angestellte im Unternehmen, und mehr als die Hälfte der produzierten Zigaretten werden ins restliche Europa exportiert. Das Unternehmen hat keine Schulden und weist einen Free Cashflow

gegenüber dem Unternehmenswert von über 25% aus. (Börsenwert 1.3 Mrd. EUR, Dividende 6.7%)

KRKA ist ein slowenischer Pharma- und Generikakonzern mit über 10'000 Mitarbeitern und Produktionsstandorten in Slowenien, Deutschland, Kroatien, Österreich, Polen und Russland. 4/5 der Produkte sind rezeptpflichtige Medikamente, die in über 70 Ländern vertrieben werden. Das Unternehmen hat keine Schulden und investiert viel Geld in die Forschung. (Börsenwert 2.0 Mrd. EUR, Dividende 4.1%)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ AECI



Maurice Rüegg
Fondsmanager

AECI in Südafrika hat nicht nur einen spannenden Namen und eine spannende Geschichte, sondern auch spannende Unternehmenszahlen. Der Name: AECI steht für African Explosives and Chemical Industries. Die Geschichte: Das Unternehmen entstand aus den südafrikanischen Nobel Industries sowie dem Industriezweig von De Beers und vereinigt damit "Dynamit und Diamanten". Es ist heute in den Bereichen Minensprengstoffe, Spezialkunststoffen und -fasern, Chemie und Grundbesitz aktiv.

Die Zahlen sprechen für einen Kauf: Der Quantex R-Score steht bei stabilen 5 mit einem Altman Score von 3 (nicht konkursgefährdet), einem Kurs/Buch Verhältnis von 1.2, Kurs/Umsatz von sehr tiefen 0.57, einem Kurs/Gewinn von 10.6 und einer sehr attraktiven Dividendenrendite der letzten 12 Monate von 7.6%. Ein gewisses Risiko für Anleger stellt der Südafrikanische Rand dar, der momentan stabiler als auch schon ist. Das Unternehmen hat 3.3 Mia ZAR Schulden bei einer Marktkapitalisierung von 11.7 Mia ZAR. Die Aktie hat in den letzten 3 Monaten 5.1% besser abgeschnitten als die der südafrikanische Gesamtmarkt, welcher im gleichen Zeitraum ebenfalls 5.1% zulegen konnte.

– Playtech



Peter Frech
Fondsmanager

Der Hersteller von Software für Online-Gambling verzeichnet seit Jahren stattliches Umsatzwachstum. In den letzten Jahren ist das Unternehmen zudem in den Bereich Online-Trading mit Finanzinstrumenten vorgedrungen. Die Übernahme von Plus500 scheiterte jedoch in letzter Minute. Wir kauften die Aktie 2013 mit einer Free-Cashflow-Rendite von rund 8% zum Unternehmenswert – ein attraktiver Wert für ein wachstumsstarkes Unternehmen. Doch obwohl die Umsätze sich seither fast verdoppelt haben, ist der Free Cashflow praktisch nicht gestiegen. Auch die operativen Margen gaben ständig nach und die jüngsten Übernahmen im Finanzbereich waren teuer. Die aktuelle Free-Cashflow-Rendite von 5% ist deshalb nicht mehr attraktiv genug und der Titel verschwindet vor allem aus Bewertungsgründen aus dem Portfolio des Global Value Fund.

Unter dem Strich war Playtech über die drei Jahre ein Outperformer im Portfolio, trotz aus unserer Sicht enttäuschender Entwicklung des Free Cashflow. Der Einstieg zu einem relativ günstigen Preis und die inzwischen höhere Beliebtheit des Titels am Markt verhalfen uns jedoch zu einem glücklichen Ausstieg trotz ursprünglich zu optimistischer Wachstumsschätzungen. Das zentrale Value-Konzept der Sicherheitsmarge bewährte sich damit einmal mehr.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. März 2016

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
TAMedia	Medien	9	10.1%	2.7%
Orior	Lebensmittel	7	7.8%	3.3%
Bell	Lebensmittel	5	4.2%	1.7%
Coltene	Gesundheit	5	5.2%	3.9%
Swiss Re	Versicherungen	5	13.9%	8.0%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
CA Inc	Software	6	8.4%	3.4%
Delta Air	Fluglinien	6	11.6%	1.0%
Quest Diagnostic	Gesundheit	6	4.1%	2.2%
Cisco Systems	Computer	5	12.7%	3.1%
Gamestop	Einzelhandel	5	13.1%	4.6%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Persimmon	Haushaltsgüter	8	8.8%	10.9%
Hannover Rück	Versicherungen	7	16.2%	4.5%
Wartsila	Industrie	7	2.2%	3.1%
Stada Arzneimittel	Pharma	6	5.3%	2.1%
Yara	Chemie	6	4.8%	3.8%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tatneft	Öl & Gas	10	7.1%	3.0%
Scientex	Verpackungen	9	2.8%	2.0%
DG Khan Cement	Baustoffe	9	-	3.1%
Reunert	Elektr. Ausrüst.	9	10.4%	6.1%
Micro-Star	Halbleiter	9	10.1%	6.7%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Dufry	Einzelhandel	-9	1.0%	0.0%
Tesco	Lebensmittel	-9	-4.5%	0.0%
Chesapeake Energy	Öl & Gas	-8	-8.4%	0.0%
News Corp	Medien	-6	7.6%	0.9%
Monsanto	Chemie	-6	4.8%	2.4%

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Portugal	Portugal	-0.1%	
Hongkong	Australien	2.5%	MSCI World
Singapur	Spanien	3.8%	(USD)
Spanien	Singapur	8.2%	5.5%
Australien	Hongkong	7.3%	
Russland	Russland (USD)	14.3%	MSCI Emerging
Ver. Arab. Emirate	Serbien	-0.5%	Markets (USD)
Katar	China (HKD)	6.3%	6.9%

Quantex R-Wert

Punktevergabesystem mit 12 Kriterien, jeweils mit 0, 1 oder -1 Punkt 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



Und übrigens...

Anfang 2016 war wieder einmal ein typisches Beispiel für:



© Kevin Kallaugher (KAL)

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 sieben Anlagefonds, wovon drei zum Teil schon mehrfach von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Erfolgsgeheimnis 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	7.3.2016	156.00	+0.9%
		EUR	7.3.2016	95.01	+0.1%
		USD	7.3.2016	98.38	+1.3%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF	7.3.2016	132.87	+30.3%
		USD	7.3.2016	55.67	+30.2%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Nebenwerte Fonds	CHF	7.3.2016	173.98	+0.9%
Anlagen in Rohstoffe mit Futures, Options und Aktien	Quantex Commodity Fund	CHF	4.3.2016	88.35	+6.2%
		USD	4.3.2016	59.55	+6.9%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	7.3.2016	74.38	+4.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Spectravest	CHF	7.3.2016	0.99	+4.3%
		USD	7.3.2016	1.75	+4.6%

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

