



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die Bilanz wird in der Unternehmensanalyse meist kaum beachtet. Vor allem die Analysten der Sell-Side sind viel zu sehr auf die Quartalsgewinne fokussiert und ob diese die Erwartungen übertreffen könnten oder nicht. Tatsächlich ist es so, dass die Bilanzstärke in guten Zeiten wenig Einfluss auf die Aktienperformance hat. Doch wenn schlechte Zeiten aufziehen, ist die Bilanz dann meist nur noch das einzige, was zählt. 2015 entwickelte sich für viele Titel zu einem solchen Jahr. Gemäss einer Analyse von Empirical Research haben Aktien mit tiefem Kreditrating in den letzten 12 Monaten massiv schlechter abgeschnitten als solche mit einer guten Bonität. Vor allem Titel mit einem Kreditrating von BB oder schwächer mussten untendurch. Der Kollaps des überschuldeten Öl- und Mediensektors lässt grüssen. Für Unternehmen gilt deshalb in unseren Augen dasselbe wie für Privatinvestoren: Es nützen Jahre und Jahrzehnte mit schönster Performance nichts, wenn man in einem schlechten Jahr wegen eines Kredithebels alles verliert. Im Gegensatz zu den meist vor Selbstvertrauen strotzenden Konzernbossen glauben wir zudem nicht an unsere Fähigkeiten, schlechte Zeiten rechtzeitig vorherzusehen. Die hochbezahlten Profis im Ölsektor stehen nun alle wie Idioten da. Dieses Jahr wird es andere überschuldete „Genies“ treffen. Wir bevorzugen deshalb generell Titel mit Netto-Cash oder nur wenig Schulden und starkem Free Cashflow.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Zeit für ein Value-Comeback.....	1
Aktien PlusMinus: OSIM International und Regus	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Es ist Zeit für ein Value-Comeback

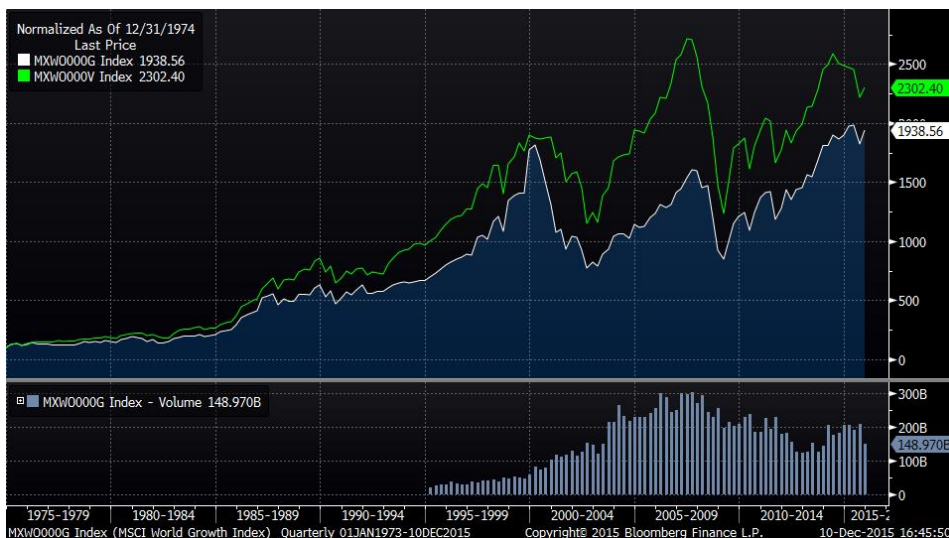
Der Value-Stil bleibt seit längerer Zeit hinter glamourösen Wachstumsaktien zurück. Doch damit ist der Bogen für eine starke Gegenbewegung gespannt.

Aus heutiger Sicht ist es sehr einfach, Value abzuschreiben und nur noch auf Growth zu setzen. Der Markt scheint genau dies zu tun: Die sogenannten FANG-Aktien (Facebook, Amazon, Netflix und Google) sind die Darlings der Stunde und erzielen regelmässig neue Höchststände. Im Schnitt sind sie 2015 um satte 83% gestiegen. Die breiten Börsenbarometer hatten im vergangenen Jahr dagegen Mühe, noch voran zu kommen oder lagen sogar leicht im Minus.

Value-Investoren gehen von der Strategie aus, günstige Aktien mit entsprechend tiefen Erwartungen zu kaufen und darauf zu warten, bis der Markt diese Lücke zwischen dem fairen Wert und dem Börsenkurs schliesst. Anzeichen für eine günstige Aktie sind zum Beispiel ein tiefes Kurs/Gewinn-Verhältnis oder eine hohe Free-Cashflow-Rendite zum Unternehmenswert EV.

Empirisch ist nachgewiesen, dass dadurch längerfristig eine Überrendite gegenüber dem Markt generiert werden kann. Entsprechend ist Value auf lange Sicht auch besser als eine Growth-Strategie, welche schnellwachsende oder eben teure Unternehmen kauft. Die Grafik auf der nächsten Seite zeigt diese langfristige Überrendite von Value (grün) zu Growth (weiss) seit 1975 sehr schön.





MSCI Value Index vs. MSCI Growth Index 1975-2015 (Quelle: Bloomberg)

Doch es stellt sich die Frage: Warum investieren dann nicht alle mit dem Value Stil? Dafür sind zwei Umstände verantwortlich: Erstens ist Value meist in unpopulären Unternehmen, Regionen und Industrien zu finden und zweitens liefert Value nicht jedes Jahr eine Outperformance. Die Überrendite, welche eine Value-Strategie generiert, ist nicht stetig, sondern tritt in Zyklen auf. Dazwischen kann Value sehr wohl auch underperformen. In einer solchen Phase sind wir seit längerer Zeit.

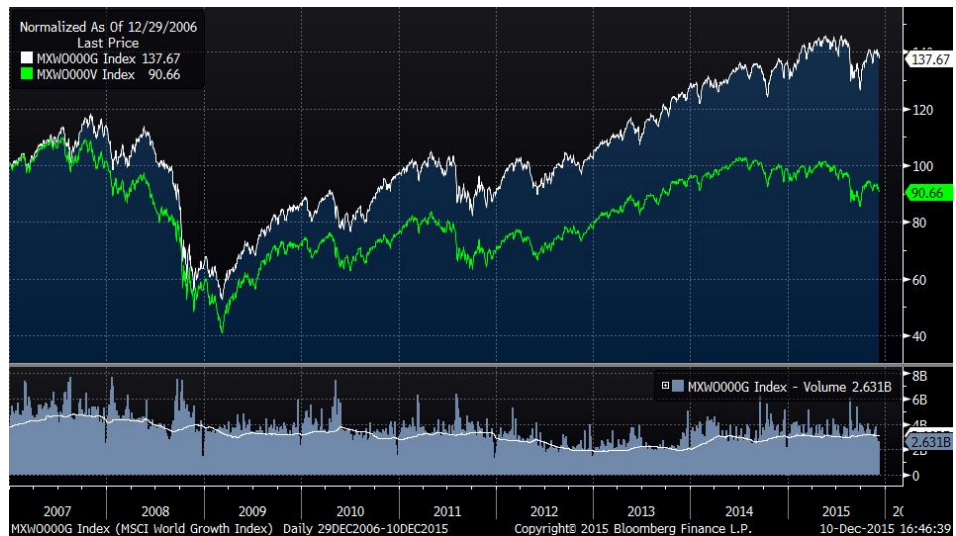
Das seltenste Gut in der Finanzindustrie

Ein Anleger muss geduldig sein, um die Früchte des Value Stils ernten zu können. Nur ist Geduld wahrscheinlich das seltenste Gut in der Finanzindustrie. Institutionelle Anleger wie Bankberater und Fondsmanager setzen sich einem Karriererisiko aus, wenn sie geduldig sind, da ihre Performance auf monatlicher oder sogar kürzerer Basis kontrolliert wird. Eine Phase der Underperformance führt zudem zu Mittelabflüssen. Eine Exposition zugunsten einer Anlagestrategie, welche lange Zyklen der Underperformance aufweist, aber letztlich eine Überrendite generiert, liegt einfach nicht drin. Deshalb isst man lieber den Einheitsbrei. Dieser schmeckt zwar nicht besonders gut, dafür darf man aber seinen Job behalten.

Privatanleger haben hierbei einen klaren Vorteil gegenüber den grossen Institutionen, nur leider machen oft psychologische Barrieren vielen einen Strich durch die Rechnung. Leute wollen Action und rennen deshalb immer den populären Trends hinterher. Wer will schon in Aktien langweiliger Massagesesselhersteller aus Singapur oder in „gefährliche“ zyprische Bankaktien investieren, wenn es doch heisse Wachstumsstories wie Netflix und Amazon gibt?

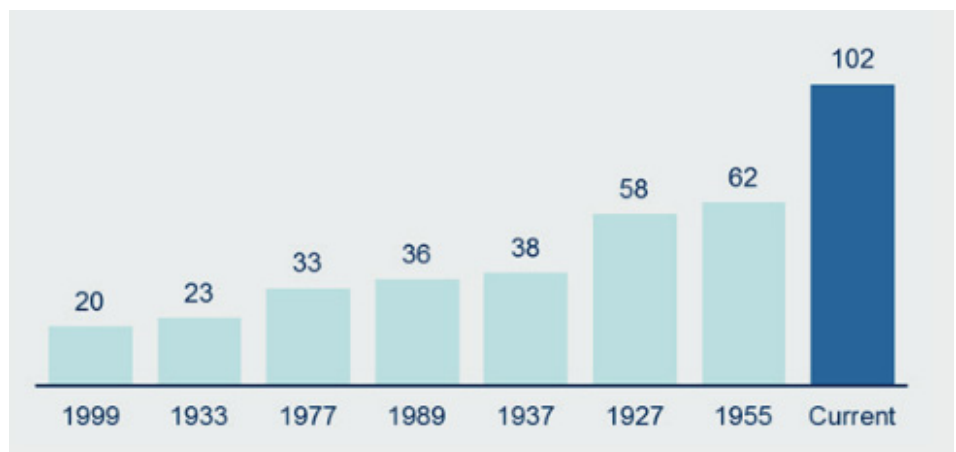
Wie viel Geduld braucht es?

Derzeit sind wir in einer langen Phase der Value-Underperformance – und zwar seit neun Jahren. Die untenstehende Grafik zeigt, dass der MSCI-Value-Index seit dem Ausbruch der Finanzkrise gegenüber dem Growth-Index stark underperfornt hat. Die Masszahlen dafür sind Kurs/Buchwert, Kurs/Gewinn und die Dividendenrendite.



Value vs. Growth 2007-2015 (Quelle: Bloomberg)

Eine solch lange Phase der Value-Underperformance ist sehr untypisch. Normalerweise dauert diese zwischen drei und fünf Jahren. Danach findet eine Gegenbewegung statt und Value erzielt wieder eine Überrendite.



Anzahl Monate der Value-Underperformance (Quelle: Fama&French, KCM)

Der Zeitpunkt der Lancierung des Quantex Global Value Funds im Juli 2008 war also aus dieser Sicht unglücklich. Durch geschickte Aktienselektion konnte sich der Fonds aber der allgemeinen Value-Underperformance entziehen und seit Bestehen sogar eine deutliche Überrendite gegenüber dem MSCI World generieren. Doch seit zwei Jahren bleiben wir auch etwas hinter dem Benchmark zurück.

Ist diesmal alles anders?

Value wurde schon oft für tot erklärt. Und es geschieht meist genau dann, wenn die Strategie wieder zu funktionieren beginnt. Das perfekte Beispiel hierfür war die Phase Ende der 1990er Jahre. Damals wurde sogar Warren Buffett als veraltet bezeichnet, weil er die „neue Technologieära“ nicht verstand. Es folgte von 2000 bis 2003 eine der besten Phasen für Value überhaupt.

Viele prominente Value-Manager haben seit Jahren zu kämpfen und 2015 erwischte es auch die erfolgreichsten Investoren: Seth Klarman von Baupost, David Einhorn von Greenlight Capital, Bill Ackman von Pershing Square, Mason Hawkins von Longleaf Partners oder der Sequoia Fund hatten alle eines ihrer schlechtesten Jahre.

In einer solchen Phase ist es psychologisch extrem schwierig, dem Value-Ansatz treu zu bleiben. Wer will nicht dort spielen, wo die Action ist? Wir müssen uns einfach vor Augen

halten, dass genau nach diesen Zeiten, wo die Geduld bis zum Bersten strapaziert wird, die grössten Belohnungen warten. Der Bogen ist gespannt, und früher oder später wird die Gegenbewegung einsetzen. Wir werden geduldig sein und unserem Stil treu bleiben. (lia)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ OSIM International

OSIM ist ein Unternehmen aus Singapur mit drei Divisionen: Massagesessel, Nahrungsmittelergänzungen und Luxustee. Der Bereich Massagesessel deckt dabei die ganze Wertschöpfungskette von Entwicklung bis Verkauf ab und ist der grösste Bereich.

Die Aktien kamen seit letztem Sommer sehr unter Druck, da alles was mit China und Detailhandel zu tun hat, ausverkauft wurde. OSIM wird wahrscheinlich fundamental auch unter der Wachstumsverlangsamung Chinas leiden. Ein solcher Rückgang ist jedoch bereits in den heutigen Kursen eingepreist, und wir erhalten mit konservativen Schätzungen des Free Cashflows eine zweistellige Rendite auf den Unternehmenswert.

Was uns nebst dem tiefen Börsenkurs auch noch zuversichtlich stimmt, sind folgende zwei Fakten: Der Gründer des Unternehmens, Ron Sim, hat in der Schwächephase von Ende Juni bis heute mit 24 Kauftransaktionen seinen schon beachtlichen Anteil am Unternehmen von 65.5% auf 68.5% erhöht. Anscheinend sind wir nicht die Einzigen, die OSIM für unterbewertet halten. Gleichzeitig hat das Unternehmen angekündigt, insgesamt 10% der herausgegebenen Aktien zurückkaufen zu wollen. Durch dieses Aktienrückkaufprogramm, welches locker durch das aufgebaute Netto-Cash bezahlt werden kann, steigt auch automatisch Ron Sims Anteil am Unternehmen und macht ein Going Private wahrscheinlicher. Es gibt also mehrere positive Szenarien und der tiefe Preis bietet uns eine Sicherheitsmarge bei schlechten Neuigkeiten.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

– Regus

Verkaufen, wenn es am schönsten ist – gemäss diesem Motto trennten wir uns im Dezember von Regus. Der Anbieter von Bürodienstleistungen forcierte in der Wachstumskrise 2011 antizyklisch ein globales Expansionsprogramm, was sich bis heute mit starkem Umsatzwachstum bezahlt machte. Gleichzeitig konnten die hohen Margen und Kapitalrenditen gehalten, beziehungsweise noch weiter verbessert werden. Doch dies alles spiegelt sich im steilen Anstieg des Aktienkurses seither. Die Aktie kletterte sogar noch stärker nach oben als unsere ebenfalls stetig nach oben revidierte Fair-Value-Schätzung.

Inzwischen gibt der Aktienkurs die Erwartung wieder, dass Regus noch auf Jahre hinaus zweistellige Wachstumsraten erzielen können. Damit verlässt der Titel den Bereich des Value-Investing nach unserer Auslegung, bei der die Zukunft immer als höchst ungewiss angesehen wird. Wir wollen nicht für zukünftiges Wachstum bezahlen, sondern zu einem so tiefen Preis kaufen, dass wir alles Wachstum als Gratisoption dazu erhalten. Rückschläge sind bei Regus durch Marktübersättigung, steigende Kosten oder eine schwächelnde Weltwirtschaft jederzeit denkbar – sie könnten dann wieder neue Kaufgelegenheiten in dem an sich gut geführten Unternehmen eröffnen.



Peter Frech
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 1. Januar 2016

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
TA Media	Medien	9	10.1%	2.6%
Orior	Lebensmittel	7	6.3%	3.3%
Bell	Lebensmittel	6	7.7%	1.9%
Swiss Re	Versicherungen	6	14.0%	7.4%
Vaudoise	Versicherungen	6	-	2.3%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Valero Energy	Öl & Gas	7	11.5%	2.4%
Cummins	Maschinenind.	6	8.1%	4.0%
First Solar	Altern. Energie	5	5.9%	0.0%
Gamestop	Einzelhandel	5	14.5%	5.1%
Travelers Cos	Versicherungen	5	7.9%	2.1%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Scor	Versicherungen	7	-	4.1%
Industrivarden	Finanzdienstl.	7	3.4%	3.9%
Easyjet	Fluglinien	7	4.3%	2.9%
Nokian Renkaat	Autoteile	6	-	4.4%
Yara	Chemie	6	6.2%	3.4%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Polaris Consulting	Software	10	-	7.1%
Tatneft	Öl & Gas	10	8.1%	3.3%
Reunert	Elektr. Ausrüst.	10	10.1%	5.6%
Scientex	Verpackungen	9	3.1%	2.3%
Micro-Star	Halbleiter	9	9.9%	6.6%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Dufry	Einzelhandel	-9	1.0%	0.0%
Tesco	Lebensmittel	-8	-5.3%	0.0%
LG Electronics	Elektronik	-7	-0.1%	0.8%
Wynn Resorts	Hotels	-6	-9.2%	4.3%
LafargeHolcim	Baumaterialien	-6	-0.7%	2.5%

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Australien	Spanien	-8.3%	
Portugal	Australien	0.5%	MSCI World
Singapur	Hongkong	-0.9%	(USD)
Spanien	Griechenland	-5.8%	-2.8%
Hongkong	Finnland	-3.1%	
Ver. Arab. Emir. (USD)	Ver. Arab. Emir. (USD)	-1.2%	MSCI Emerging
Russland (USD)	Russland (USD)	-9.0%	Markets (USD)
Katar (USD)	Katar (USD)	-3.3%	-3.8%

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

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	31.12.2015	154.55	-3.9%
		EUR	31.12.2015	94.90	-5.1%
		USD	31.12.2015	97.13	-2.9%
Aktive taktische Allokation, quantitativer Ansatz	Quantex Nucleus Fonds	CHF	31.12.2015	60.58	-21.3%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF	31.12.2015	101.98	-2.1%
		USD	31.12.2015	42.77	-15.0%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Nebenwerte Fonds	CHF	30.12.2015	172.36	+10.6%
Anlagen in Rohstoffe mit Futures, Options und Aktien	Quantex Commodity Fund	CHF	31.12.2015	83.21	-13.6%
		USD	31.12.2015	55.71	-15.6%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	30.12.2015	71.50	-15.3%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Spectravest	CHF	28.12.2015	0.95	+1.1%
		USD	28.12.2015	1.69	+1.2%

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

