



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Volatilitätsphobie ist eine ansteckende Krankheit, die sich in der letzten Dekade unter institutionellen Investoren rapide ausgebreitet hat. Darum ist die Renditeprämie auf Aktien, der vermeintlich volatilsten Anlageklasse, immer noch so hoch. Und auf der anderen Seite boomt der Markt mit teuren Gegenmitteln gegen die gefürchtete Vola. Vieles davon ist reine Quacksalberei. Private-Equity-Fonds etwa werden gerne als weniger volatil angepriesen. Weil die darin enthaltenden Aktien nicht öffentlich gehandelt werden, wird meist nur monatlich ein Kurs berechnet und die Volatilität durch Schätzungen des NAV zusätzlich geglättet. Dabei ist es völlig klar und empirisch gut belegt, dass das unterliegende Risiko von Private Equity nicht geringer ist als von Public Equity – es ist nur nervenschonend verpackt. Für diese Selbsttäuschung zahlen institutionelle Investoren immer noch gerne hohe Gebühren. Hedge Funds wurden nach der Finanzkrise ebenfalls als teures Wundermittel verkauft, doch ihr Stern ist nach einer Dekade mit mickriger Performance rapide am Verblassen. Immobilien und Obligationen dagegen sind tatsächlich weniger volatil als Aktien, die Renditen dieser Anlageklassen sind aber inzwischen lächerlich tief. Wer heute anderen Investoren ihre Volatilitätsängste abnimmt, wird fürstlich dafür entschädigt: Sei es als Verkäufer von wenig volatilen Anlageprodukten oder eben wie wir als Käufer von öffentlich gehandelten Aktien.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Fallende Messer richtig fangen.....	1
Aktien PlusMinus: AECl und Fifth Third Bancorp	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Fallende Messer richtig fangen

Ein Jahr nach der Rezessionspanik von Februar 2016 gibt es an den Märkten nicht mehr viele Aktien im freien Fall. Ein Sektor jedoch stürzt immer noch mit hohem Tempo zu Boden: Die Aktien von amerikanischen Einzelhändlern. Selektives Zugreifen erscheint uns gewinnversprechend.

«Versuche nie, ein fallendes Messer zu fangen», lautet eine alte Börsenweisheit, die darauf hindeutet, dass man von Aktien mit rapide fallenden Kursen und/oder Fundamentaldaten besser die Finger lässt. Als Value-Investor fühlen wir uns trotzdem immer wieder zu solchen Situationen hingezogen, auch wenn wir über die Jahre die eine oder andere tiefe Narbe davongetragen haben. Denn erwischt man eine solche Aktie zu einem günstigen Kurs kurz bevor sich die Fundamentaldaten nicht mehr weiter verschlechtern, ist das Gewinnpotenzial gross. Zeit für uns also, die Kevlarhandschuhe anzuziehen und uns im US-Retailsektor umzuschauen.

Das Bild ist alles andere als schön: Derzeit gibt es kaum einen Sektor mit schlechterer Stimmung als den amerikanischen Einzelhandel. Nach bald drei Jahren mit fallenden Absatzzahlen und laufend neuen Konkursen greift langsam Panik um sich. Seit Jahresanfang wurde die Schliessung von 2880 Läden angekündigt – das sind fast doppelt so viele wie im gleichen Zeitraum Anfang 2016, als Rezessionsangst in der Luft lag. Geht das Tempo der Schliessungen weiter, werden dieses Jahr mehr Läden dicht gemacht als 2008 im Jahr der grossen Finanzkrise.



Die rekordverdächtige Schliessungswelle trotz gut laufender US-Wirtschaft gibt Fragen auf. Denn das amerikanische Konsumentenvertrauen erreichte kürzlich gerade erst den höchsten Stand seit der Rezession von 2008/09.

Auf den ersten Blick ist die Erklärung für die Misere der Einzelhändler naheliegend: Amazon und andere machen ihnen das Leben schwer. Der Gigant aus Seattle konnte 2016 53% des gesamten US-Wachstums im Online-Einzelhandel einheimen.

Zu viel Verkaufsfläche

Doch auf den zweiten Blick ist das Problem komplexer: Der Online-Handel und Amazon sind schliesslich nicht erst seit 2014 ein Problem, als der laufende Abschwung begann. Vieles deutet darauf hin, dass die Einzelhändler in den Jahren des billigen Geldes zu viel in neue Läden investiert hatten. «Zu viel Verkaufsfläche wurde in den letzten Jahrzehnten hinzugefügt. Dies hat eine Blase geschaffen, und wie bei den Eigenheimen, ist diese Blase nun geplatzt», bemerkte kürzlich Richard Hayne, der CEO von Urban Outfitters. Die Einzelhandels-Verkaufsfläche pro Einwohner liege in den USA sechs Mal höher als in Europa oder Japan.

Mit den Ladenschliessungen geht auch die Nachfrage nach Verkaufsflächen zurück – und damit die Mieten. Das ist positiv für die Einzelhändler, jedoch schlecht für die Immobilienbesitzer. Kein Wunder gehören Beteiligungsfonds (REIT) aus dem Segment zu den schlechtesten Performern der letzten Monate. Sie sind bereits zu einem beliebten Ziel für Leerverkäufer geworden, die auf weiter fallende Kurse spekulieren.

Jede Weltuntergangsstory führt zu Übertreibungen nach unten

Jede eingängige Story hat ihren wahren Kern – Amazon und die Online-Konkurrenz sind sicherlich eine ernstzunehmende Gefahr. Angesichts der Überkapazitäten bei den Verkaufsflächen gibt es gute Gründe, weiter von einem langfristigen Niedergang des traditionellen Einzelhandels auszugehen. Wie jede gute Wachstumsstory führt aber auch jede Weltuntergangsstory oft zu Übertreibungen des Marktes. Nicht alle Retailer werden in den nächsten zehn Jahren verschwinden und nicht alle Einkaufszentren zu Geisterstädten. Von Interesse für uns als Value-Investoren ist, wenn einzelne Aktien jedoch so gehandelt werden, als wäre dies der Fall.

Eine zyklische Komponente ist beim freien Fall des Einzelhandels sicherlich auch dabei. Die Wohlstandsgewinne waren in den USA seit der Finanzkrise sehr ungleich verteilt. Erst seit 2015 steigen die Einkommen wieder auf breiter Front und auch die unteren Schichten profitieren von der Wirtschaftserholung. Durch den sehr in die Länge gezogenen Verlauf der Erholung lässt sich deshalb auch die These aufstellen, dass die eigentliche konjunkturelle Boomphase dem Einzelhandel erst bevorsteht. Dem langfristigen Niedergang könnte deshalb schon bald auch eine zyklische Erholung gegenüberstehen.

Schwierig bleibt bei jedem Griff nach einem fallenden Messer das Timing. Grundsätzlich gilt: Je grösser das operative und finanzielle Leverage einer Firma, desto wichtiger wird es, den exakten Wendepunkt der Fundamentaldaten zu erwischen. Denn kauft man ein stark gehebeltes Unternehmen zu früh, drohen immer noch grosse Kursverluste bis hin zum Totalverlust. Erwischt man es andererseits nahe beim Tiefpunkt, ist das Gewinnpotenzial entsprechend grösser. Das umgekehrte gilt für Firmen mit weniger Hebel.

Lieber fallende Titel mit weniger Hebel fangen

Da wir uns nicht für begnadete Trader halten, irren wir uns lieber auf der konservativen Seite. Eine grundsätzliche Bilanz steht deshalb für uns bei Firmen im freien Fall im Mittelpunkt der Analyse. Keine Schulden und möglichst viel Netto-Cash in Relation zu Börsenwert und Fixkosten sind unsere Stahlkappen-Schuhe, um beim Fangen von fallenden Messern nicht auch noch ein paar Zehen zu verlieren.

Dabei spielt auch der psychologische Aspekt eine Rolle: Ein tieferer Hebel und eine starke Bilanz verschaffen dem Investor in einem krisenumtosten Sektor die nötige Gelassenheit, um die Unsicherheit bei anhaltend schlechten Nachrichten auszuhalten. Ansonsten besteht die Gefahr, dass man zu schnell nervös wird und schlimmstenfalls doch noch im dümmsten Moment verkauft. Lieber verzichten wir deshalb zu Gunsten unserer

Seelenruhe auf einen Teil der theoretisch möglichen Upside. Diese ist im Fall einer Erholung immer noch gross genug, wenn ein Sektor so unbeliebt und so tief gefallen ist wie derzeit die amerikanischen Einzelhändler.

Bei unserer quantitativen Selektion suchen wir nach drei Kriterien:

- Eine Netto-Cashposition
- Eine Free-Cashflow-Rendite zum Unternehmenswert EV von 10%
- Mindestens die Hälfte des Free Cashflows wurde in den letzten drei Jahren an die Kapitalgeber zurückerstattet

Auf der qualitativen Seite müssende folgende Merkmale erfüllt sein:

- Das Wachstum in der letzten Dekade war vor allem organischer Natur und kam nicht durch hastige Übernahmen zustande.
- Die Firma hat ihre Läden nur gemietet und kann deshalb mittelfristig das Filialnetz anpassen und von den sinkenden Mieten profitieren.
- Das Management zeigte eine gute Kapitalallokation, insbesondere beim anti-zyklischen Rückkauf von eigenen Aktien.
- Die Aktie ist bei Analysten verhasst und wird mehrheitlich mit «Hold» oder «Sell» eingestuft.

Die folgenden drei fallenden Messer erfüllen diese Kriterien und sind deshalb im Quantex Global Value Fund gelandet: American Eagle Outfitters, The Buckle und Cato Corp. Mit allen drei Positionen schlafen wir gut, selbst wenn sich die Talfahrt des amerikanischen Einzelhandels noch eine geraume Weile hinziehen sollte.



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ AECI

Schon im Februar empfohlen wir eine Aktie aus Südafrika zum Kauf. Mit AECI folgt an dieser Stelle ein weiteres, attraktiv bewertetes Unternehmen – attraktiv (sprich billig) natürlich auch, weil Südafrika als politisch unsicher, momentan sogar chaotisch, eingeschätzt werden muss.

AECI steht für *African Explosives and Industries* und entstand zum Teil aus dem südafrikanischen Ableger von Nobel Industries – der Firma des Erfinders von Dynamit. Damit wäre die Branche klar.

AECI hat ein aktuelles Kurs/Gewinn Verhältnis von 14.0, ein Kurs/Buch Verhältnis von 1.6 und ein Kurs/Umsatz Verhältnis von 0.7. Es wird eine Dividende von 3.8% bezahlt, dies bei einem Free Cashflow zum Unternehmenswert von 10% und einer Verschuldung von ebenfalls 10%. Es gibt gemäss Bloomberg genau einen Analysten, der die Aktie verfolgt und sie sehr zum Kauf empfiehlt. Mit der Erholung in der Stahl-, Kohlen- und Goldminenbranche dürfte der Titel noch einiges Potential nach oben aufweisen, obwohl der Kurs in den letzten sechs Monaten bereits um 20% und seit einem Jahr um 25% gestiegen ist. Wir kauften AECI vor zwei Wochen für den Emerging & Frontier Markets Fund.

– Fifth Third Bancorp

Für Fifth Third kann dasselbe wie für alle US-Banken gesagt werden: Nach Trumps überraschendem Wahlsieg erhielten sie viel Vorschusslorbeeren. Bereits 2012 fingen wir an, unsere Positionen im amerikanischen Bankensektor aufzubauen, bis 2016 die bisher grösste Gewichtung des Sektors im Global Value Fund vorzufinden war. Ein weiteres Mal hat sich der Fluch des Value-Investierens bewahrheitet: Man ist praktisch immer zu früh. Über drei Jahre mussten wir uns für unser Banken-Engagement viel Kritik anhören. Die grundsätzliche Skepsis kann man auch gelten lassen, nur gab es im Trümmerfeld des Bankensektors nach der Finanzkrise auch den einen oder anderen Diamanten. Einer davon war die Regionalbank Fifth Third.

Zurück zum November 2016: Nach Trumps Wahl stellte der Markt über Nacht von Skepsis auf Optimismus um und die Zinsen weltweit stiegen stark an. Es war die Rede von Infrastrukturinvestitionen, Steuererleichterungen und der Deregulierung des Finanzsystems. Dies sind alles positive Punkte für amerikanische Banken. Nur hat Präsident Trump noch keinen dieser Punkte in die Tat umgesetzt und seine gescheiterte Gesundheitsreform hat gezeigt, dass er doch nicht der weltbeste Dealmaker ist. Der Markt hat ihm und den US-Banken aber bereits viel Vorschusskredit gegeben. Wenn Trump nicht bald liefert, werden die Kurse wahrscheinlich wieder zurückgestutzt. Zusätzlich hat die Ungewissheit bezüglich der Steuerreform die Investitionen und das Kreditwachstum in den Vereinigten Staaten kurzfristig sogar sinken lassen. Da sich nun der Preis der Aktie ohnehin unserem geschätzten fairen Wert genähert hatte, konnten wir mit gutem Gewissen verkaufen.



Maurice Rüegg
Fondsmanager



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 10. April 2017

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Elektronik	6	4.9%	3.9%
Kardex	Maschinenind.	6	2.8%	3.1%
APG SGA	Werbung	5	3.7%	4.9%
BKW	Elektrizität	5	3.1%	3.0%
Vetropack	Verpackungen	5	5.1%	2.1%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Eastman Chemical	Chemie	7	4.2%	2.4%
LyondellBasell	Chemie	7	7.9%	3.8%
Discover Financial	Finanzdienstl.	6	10.8%	1.8%
Valero Energy	Öl & Gas	6	10.6%	3.8%
Xerox	Bürobedarf	6	8.6%	4.1%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Berkeley Group	Hausbau	9	6.1%	6.0%
Rio Tinto	Bergbau	7	6.0%	4.1%
Axa	Versicherungen	6	23.8%	4.7%
Mediobanca	Banken	6	4.4%	3.3%
Yara	Chemie	6	1.1%	4.4%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Magnitogorsk MMK	Stahl	11	10.7%	4.0%
Tatneft	Öl & Gas	10	5.3%	3.1%
Assore	Bergbau.	10	5.6%	4.2%
Kumba Iron Ore	Bergbau	10	15.3%	0.0%
Reunert	Elektrocomp.	10	5.3%	6.3%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tesco	Lebensmittel	-7	8.2%	0.0%
Alpiq	Elektrizität	-6	-1.5%	0.0%
ThyssenKrupp	Stahl	-6	-3.8%	0.7%
News Corp	Medien	-5	5.7%	1.6%

...ausserdem viele Bergbahnen in der Schweiz mit Ausnahme der Jungfraubahnen

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Hongkong	Spanien	5.5%	
Portugal	Portugal	8.9%	MSCI World (USD)
Österreich	Hongkong	3.4%	0.0%
Spanien	Frankreich	3.2%	
Australien	Australien	1.4%	
Tschechien	Tschechien	2.1%	MSCI Emerging Markets (USD)
Russland	Türkei	-1.4%	
Arab. Emirate	Russland (USD)	3.0%	3.8%

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 Global Value Fund	CHF	10.4.2017	184.50	+8.3%
		EUR	10.4.2017	114.89	+8.7%
		USD	10.4.2017	112.86	+9.2%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	10.4.2017	170.95	+11.9%
		USD -A-	10.4.2017	70.94	+12.9%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	10.4.2017	196.48	+7.3%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	10.4.2017	88.38	+9.9%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	10.4.2017	1.17	+7.4%

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

