



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Wenn kleine Betrüger nicht auffliegen, werden sie irgendwann zu grossen Betrügern: Der spielsüchtige Buchhalter entwendet mal einen kleinen Betrag aus der Kasse und nimmt sich fest vor, diesen aus seinen baldigen Gewinnen im Casino zurückzuzahlen. Leider gewinnt er nicht und das Loch in der Kasse wird immer grösser, je länger er nicht erwischt wird. Bei Wirecard dürfte es sich ähnlich verhalten haben: Die Gewinne wurden zuerst mal ein bisschen geschönt, um Erfolg vorzugaukeln. Das Management nahm sich dabei vermutlich fest vor, das Loch aus zukünftigen Gewinnen zu stopfen. Die mussten ja in der zukunftsträchtigen Fintech-Branche irgendwann kommen. Die Ironie dabei: Die Manager um CEO Markus Braun, ganz die pflichtbewussten Deutschen, setzten das Ausweisen eines Gewinns offensichtlich mit Erfolg haben gleich. Damit sind sie so ungefähr in den 1990er Jahren stehen geblieben. Im Nullzins-Kapitalismus der letzten Jahre sind Gewinne so ungefähr das Letzte, was die Anleger von einem Tech-Titel sehen wollen. Umsatzwachstum, Marktmacht und gute Stories sind gefragt. Jeder Junior Analyst im Silicon Valley hätte dem hoch stilisierten Tech-Visionär Markus Braun diesbezüglich Nachhilfe geben können. Wer weiss, ohne den altmodischen Drang, unbedingt einen Gewinn auszuweisen, wäre Wirecard vielleicht wirklich die ganz grosse Erfolgsstory im Techsektor geworden.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Folgen Sie dem Geldfluss .....	1
Aktien Plus Minus: Gudang Garam und NetEnt .....	4
Quant-Corner .....	5
Über Quantex .....	7

## Titelgeschichte

### Folgen Sie dem Geldfluss

**Schmerzhaftes Betrugsfälle wie Wirecard lassen sich ganz einfach vermeiden, wenn man bei der Aktienanalyse regelmässig auf die Mittelflussrechnung schaut. Aber Zahlen interessieren in der von Stories getriebenen Anlegerwelt derzeit wenig. Dabei sind die Cashflows eines der ganz wenigen Value-Kriterien, die bei der Titelselektion immer noch funktionieren.**

Stellen Sie sich vor, Sie sind durch eine Erbschaft unverhofft in den Besitz eines kleinen Unternehmens gekommen: Zum Beispiel eine Software-Bude oder eine Firma für Zahlungsabwicklungen. Auch wenn Sie nicht viel von dem Geschäft verstehen, dem Unternehmen geht es ganz offensichtlich prächtig. Das Management macht einen kompetenten Eindruck und weist jedes Jahr noch höhere Gewinne aus. Die Cash-Guthaben in der Bilanz wachsen. Doch jedes Jahr kommt das Management zu Ihnen und fragt Sie nach einem weiteren Kredit für die Firma. Käme Ihnen dies als Kapitalgeber vielleicht etwas merkwürdig vor?

Wieso haben sich die unzähligen Kapitalgeber von Wirecard denn nicht darüber gewundert? Ein einfacher Blick in die Mittelfluss-Rechnung Wirecards über die letzten Jahre hätte dieses Paradox offengelegt: Ein profitables Unternehmen mit steigendem operativem Cashflow und wenig Investitionsbedarf nimmt jedes Jahr noch mehr Geld aus Krediten auf.



**Spannende Stories, Krawattenfarbe, Rollkragenpullover**

Dies ergibt schlicht keinen Sinn: Entweder jemand zweigt den ganzen Geldfluss in seine Tasche ab oder es gibt ihn gar nicht. Bei Wirecard handelte es sich nach bisherigem Wissensstand um den zweiten Fall.

So oder so muss das Top-Management um Markus Braun vom ganzen Betrug gewusst haben: Nur wer weiss, dass die Kasse leer ist und der operative Cashflow eine reine Illusion, geht jedes Jahr neue Kredite holen. Ansonsten hätte man ja die ausgewiesenen Kontenbestände angebraucht und schon früher gemerkt, dass das Geld nicht da ist.

Bemerkenswert am Fall Wirecard sind in meinen Augen zwei Dinge: Erstens, dass die Prüfgesellschaft Ernst&Young bei der Revision nie nachschaute, ob es das philippinische Bankkonto überhaupt gibt, auf der die ganzen Cash-Überschüsse Wirecards angeblich lagen. Wenn selbst so grundlegende Prüfungen jahrelang ausbleiben können, schwindet mein Vertrauen in die offizielle Konzernbuchhaltung weiter.

Und zweitens, dass sich so viele prominente Profis in der Finanzbranche nicht die Mühe machen, einen Blick in die Mittelfluss-Rechnung der Firma zu werfen, selbst nachdem die «Financial Times» vor zwei Jahren zum ersten Mal über Unregelmässigkeiten bei Wirecard berichtet hatte.

Jeder Absolvent eines Grundkurses in Buchhaltung hätte erkennen können, dass bei Wirecard etwas faul sein muss. Damit wird einmal mehr ein kleines Geheimnis des Fondsmanagements offenbar: Nicht nur Laien, sondern auch viele hochbezahlte Profis schauen bei der Titelselektion lieber auf gut erzählte Stories, schöne Firmenlogos und die Krawattenfarbe des CEO als auf die Finanzkennzahlen.

Verübeln kann man es ihnen nur bedingt: In den letzten Jahren zählte in Sachen Aktienperformance gerade im Techsektor so ziemlich alles andere als die Entwicklung von Gewinnen und Cashflows. In vielerlei Hinsicht geht es bei den glamourösen Wachstumsaktien primär um das Erringen von Aufmerksamkeit und Popularität. In dieser Hinsicht ist die Krawattenfarbe oder der schwarze Rollkragen-Pullover des CEO tatsächlich wichtiger als das Gewinnwachstum einer Firma. Tesla-Superstar Elon Musk macht es vor.

Doch der Blick auf Cashflows und Bewertungen ist keinesfalls völlig obsolet: Das Verhältnis von Marktkapitalisierung zum Free Cashflow oder dem Unternehmenswert EV (inklusive Nettoverschuldung) zum Free Cashflow ist eine der ganz wenigen Value-Kennzahlen, die in den letzten zehn Jahren noch funktioniert haben. Dies ergibt eine Analyse von Empirical Research. Der Quantex Global Value Fund stützt sich vor allem darauf ab und konnte deshalb als einer der ganz wenigen Value-Fonds in den letzten zehn Jahren den Markt schlagen.

Viele andere klassische Value-Kennzahlen wie Kurs/Buchwert oder Kurs/Gewinn funktionieren dagegen seit über zehn Jahren nicht mehr. Die Gründe dafür sind vielfältig: Value ist generell out und zahllose Quant-Fonds haben sich auf diese einfach zu ermittelnden Value-Kennzahlen gestürzt und den früheren Renditevorteil wegerodiert. Ausserdem sind die Buchhaltungsregeln für die Ermittlung von Gewinnen und Buchwert in den letzten 20 Jahren in unseren Augen immer unsinniger und willfähriger geworden, vor allem bei der Ermittlung immaterieller Werte und ihrer Abschreibungen.

Die Mittelfluss-Rechnung dagegen ist relativ simpel und wenig manipulationsanfällig: Von wo und wohin flossen die Cashflows? Wie viel Geld floss aus operativer Tätigkeit auf die Konten der Firma? Wieviel Geld wurde für Investitionstätigkeit ausgegeben? Und wieviel Geld wurde aus Finanzierungstätigkeit aufgenommen oder an die Kapitalgeber zurückerstattet?

**Dividenden, Aktienrückkäufe und Schuldentrückzahlungen**

Der letzte Punkt, der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit, wird dabei gerne übersehen. Dabei hilft er nicht nur, betrügerische Firmen wie Wirecard zu entlarven. Er zeigt auch, welche Firmen notorisch kapitalhungrig sind oder geizig mit den Kapitalgebern umgehen, weil das Management sich ein grandioses Imperium zusammensetzen will.

Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit CFF hat sich in einer [Quantex-Studie](#) sogar als nützliche Kennzahl zur Titelselektion herausgestellt: Je negativer der CFF in Relation zum Unternehmenswert EV, desto grösser fiel tendenziell der zukünftige Aktienreturn aus. Eine hohe negative CFF-Rendite bedeutet, dass netto viel Geld aus dem Unternehmen an die Kapitalgeber abfließt, sei es in Form von Dividenden, Aktienrückkäufen oder Schuldentrückzahlungen.

Das ist genau das, was wir als aussenstehende und relativ unwissende Miteigentümer von einem Unternehmen wollen: Dass viel Geld an uns Kapitalgeber zurückfließt. Wir wollen Bares sehen und nicht schöne Wachstumsgeschichten erzählt bekommen, für die wir dann jedes Jahr noch mehr Geld in die Firma einschiessen sollen. (pfr)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen



Maurice Rüegg  
Fondsmanager

### + Gudang Garam

Indonesiens Staatsfinanzen gelten eigentlich als solide. Staatsverschuldung und Haushaltsdefizite sind vergleichsweise gering. Die Währungsreserven in USD sind hoch. Allerdings, das Vertrauen fehlt. Zu oft hat die Rupie in der Vergangenheit stark korrigiert. Auch jetzt wieder: -20% im April gegenüber dem USD.

Das lässt einige Anleger vergessen, dass es auch in Indonesien Chancen gibt, sprich attraktive Aktien. Im Global Value Fund halten wir bereits Bank Negara und Matahari Department Stores, im Emerging Markets Fund Indo Tambangraya und Indofood Sukses.

Unser neuester Kauf ist Gudang Garam, ein lokaler Tabakwarenhersteller, der seine Schulden netto um über 80% auf fast gar nichts mehr zurückgefahren hat. Mit einem Piotroski Score von 7, der auf ein sehr stabiles Geschäft hinweist, einer äusserst gesunden Bilanz mit einem Altman Z-Score von 5.5 auf der einen Seite und einer tiefen Bewertung an der Börse (P/E 8.2, P/S 0.8, RoE 21%) auf der anderen Seite ist der Titel mehr als attraktiv. Der Free Cashflow zum EV beträgt aktuell solide 6.1%, der Financing Cashflow schön negative -5.0%. Nur Mut braucht es, auf etwas Anderes als Apple, Tesla etc. mit den schönen Stories und CEO Rollkragenpullovern zu setzen!

### – NetEnt

Auf NetEnt sind wir letzten Juni durch unseren monatlichen Screening-Prozess gestossen. Das Unternehmen aus Schweden programmiert Software für Online-Slotmaschinenspiele und bekommt eine prozentuale Lizenzgebühr der erzielten Umsätze. Sie sind sozusagen die „Schaufelverkäufer“ im Online-Gambling Goldrush.

Die Firma war sehr simpel zu analysieren: Super Bilanz, nur organisches Wachstum, einfaches Geschäftsmodell und der Grossteil des Gewinns wurde durch die 8-prozentige Dividende gleich wieder an die Aktionäre ausgeschüttet. Das Management erachtete den Aktienkurs ebenfalls als sehr günstig, kaufte selber fleissig Aktien und lancierte ein Aktienrückkaufprogramm. An den Managementkäufen änderte der Corona-Kurssturz nichts und auch wir kauften fleissig nach. Wir waren uns ziemlich sicher, dass der Markt diese Aktien zu Unrecht abstrafte, weil wir davon ausgingen, dass Online-Casinos durch die Schliessung ihrer physischen Konkurrenz von der Pandemie profitieren sollten. Heute macht es den Anschein, dass wir diesen Effekt sogar noch unterschätzt haben.

Im Falle von NetEnt wurde uns der Verkaufszeitpunkt einfach gemacht, weil Evolution Gaming ein Übernahmeangebot zu einem sehr fairen Preis lanciert hat.



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. Juli 2020

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellevue Group	Finanzdienstl.	5	-23.6%	18.3%
Compagnie Fin Trad	Finanzdienstl.	4	11.3%	4.6%
VAT Group	Metallverarb.	3	2.7%	1.1%
Bachem	Biotechnologie	2	0.9%	1.1%
Givaudan	Chemie	2	2.2%	1.8%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Dr Horton	Hausbau	6	2.8%	1.2%
Gilead	Biotechnologie	6	8.7%	3.4%
Biogen	Biotechnologie	5	14.6%	0.0%
General Mills	Nahrungsmittel	4	6.5%	3.1%
Intel Corp	Halbleiter	4	6.9%	2.2%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Polymetal	Bergbau	7	2.4%	4.1%
Elisa Oyj	Telekomm.	6	3.2%	3.4%
Holmen	Holz & Papier	5	3.9%	0.0%
Swedish Orphan	Biotechnologie	5	6.5%	0.0%
IG Group	Finanzdienstl.	5	6.9%	3.4%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Xinyi Glass	Baumaterial	10	2.6%	5.8%
DB Hitek	Halbleiter	10	8.6%	1.2%
Topco Scientific	Halbleiter	9	7.9%	5.0%
Camil Alimentos	Nahrungsmittel	8	7.3%	1.5%
Turkcell	Telekomm	8	17.8%	3.2%

**Goldminen**

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Highland Gold	Russland	9	3.8%	4.7%
Pan African Resources	Südafrika	8	7.2%	0.6%
Polymetal	Russland	7	2.4%	4.1%
Regis Resources	Australien	7	2.2%	4.2%
Semafo	Kanada	5	6.0%	0.0%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Hilton International	Hotellerie	-10	4.2%	0.6%
Expedia	Internet	-10	-7.3%	1.2%
Thales	Rüstung	-9	6.7%	0.8%
Airbus	Luftfahrt	-9	-4.0%	0.0%
Dufry	Einzelhandel	-8	18.3%	0.0%

**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 drei teilweise 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 -R-	7.7.2020	<b>233.20</b>	<b>-2.3%</b>
		EUR -R-	7.7.2020	<b>141.71</b>	<b>-1.2%</b>
		USD -R-	7.7.2020	<b>152.50</b>	<b>+0.1%</b>
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	7.7.2020	<b>254.12</b>	<b>+32.8%</b>
		USD -R-	7.7.2020	<b>113.20</b>	<b>+36.6%</b>
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	7.7.2020	<b>192.51</b>	<b>-0.1%</b>
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	7.7.2020	<b>86.95</b>	<b>-14.5%</b>
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	7.7.2020	<b>1.39</b>	<b>+6.1%</b>
		CHF -3a-	7.7.2020	<b>1.08</b>	<b>+6.1%</b>

**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

