



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Wer vor einem Immobiliencrash in der Schweiz warnte, hatte in den letzten Jahren reichlich Gelegenheit, alt auszusehen – so auch ich. Die Preise kletterten munter weiter und weiter nach oben. Es ist ähnlich wie bei den Zinsen, wo Warner vor einem Anstieg sich auch schon seit Jahren blamieren. Die beiden Entwicklungen hängen direkt zusammen: Tiefere Zinsen machen bestehende Mietobjekte wertvoller und umgekehrt. Natürlich wird die lange prophezeite Trendwende irgendwann kommen: Es gibt kaum zyklischeres auf lange Sicht als die Zinsen. Den Zeitpunkt der Trendwende kann man nicht im Voraus wissen. Was ein Anleger jedoch ermitteln kann, ist seine aktuelle Nettorendite auf einem Immobilieninvestment. Diesbezüglich sieht es in der Schweiz momentan sehr düster aus: Der Ertrag geht gegen Null und Anleger spekulieren nur noch auf Preisanstiege. Dies ist ein typisches Beispiel einer Blase wie etwa bei Dotcom-Aktien im Jahr 1999. Genau spiegelbildlich zu den „sicheren“ Immobilienanlagen verhält es sich derzeit bei den „riskanten“ Aktien: Der laufende Ertrag ist sehr hoch, gemessen am Free Cashflow der Unternehmen oder den Dividendenzahlungen. 5-10% sind problemlos möglich. Doch viele Anleger wollen die hohe Rendite nicht wegen des Risikos von Kurseinbrüchen. Genau wegen der viel höheren Erträge ist in meinen Augen aber heute das langfristige Risiko bei Aktieninvestments viel geringer als bei heimischen Immobilien.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Value bei Immobilien	1
Aktien PlusMinus: Coach und Cisco Systems	4
Quant-Corner	5
Und übrigens... ..	7
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Value bei Immobilien

Die Häuserpreise steigen seit Jahren und haben ein gefährliches spekulatives Niveau erreicht. Anleger kaufen Immobilien meist nur noch wegen des erhofften Wertzuwachses, nicht wegen der Mietrendite. Ausserhalb des überbewerteten schweizerischen und deutschen Marktes gibt es aber in Immobilienaktien durchaus noch Value zu finden – und satte Dividendenrenditen.

Bei den Obligationen ist der Ausdruck „renditeloses Risiko“ inzwischen zur Binsenweisheit geworden. Käufer von langlaufenden Anleihen mit negativem Zins sind fast nur noch institutionelle Investoren unter regulatorischen Zwängen, denen das renditelose Risiko letztlich egal ist.

Doch Immobilienanlagen in westlichen Ländern bewegen sich gerade wegen den stark gesunkenen Zinsen inzwischen in dieselbe Richtung auf die Nullmarke hin – kaum noch Ertrag und ein schlummerndes Risiko, das nach Jahren des Preisbooms wohl von vielen Anlegern unterschätzt wird. Neben den Institutionellen, die hier ebenfalls als Preistreiber fungieren, sind bei Immobilien nach wie vor auch viele Privatanleger aktiv.

Die Häuserpreise steigen in der Schweiz seit Jahren stärker als die Mieteinnahmen. Entsprechend sinken die Bruttorenditen. Inzwischen sind es nur noch 3-4% des Anlagewerts. In einzelnen Fällen werden Objekte in der Schweiz auch so hoch gehandelt, dass nur noch 2% Bruttorendite rausspringen. In Deutschland geht die Tendenz mit etwas Verzögerung in dieselbe Richtung.



Stabile Preise schaffen zukünftige Instabilität

Zieht man von den tiefen Bruttorenditen 1% oder mehr für Betrieb und Unterhalt ab, so bleibt Netto nicht mehr viel – wenn auch immer noch mehr als Null wie bei den Obligationen. Und natürlich kann man die Rendite mit Einsatz von billigem Fremdkapital wieder etwas hochhebeln.

Doch werden Anleger damit wirklich für alle Risiken eines Immobilieninvestments entschädigt? Namentlich das Risiko von Leerständen, steigenden Zinsen und – manche glauben es kaum – fallenden Preisen. Die Frage ist etwas müssig zu diskutieren, weil nach über einem Jahrzehnt Immobilienboom viele Anleger zur Überzeugung gelangt sind, dass die Häuserpreise nur steigen können.

Es braucht nur einen kurzen Exkurs ins Ausland, etwa nach Italien oder Spanien, oder in die Vergangenheit wie die 1990er Jahre in der Schweiz, um zu sehen, dass die Preise durchaus deutlich fallen können. Ganz im Sinn von Hyman Minskys Credo „Stabilität schafft Instabilität“ dürfte es dabei so sein, dass die Preise umso mehr fallen werden, umso mehr die Anleger geglaubt haben, dass sie für immer steigen oder zumindest stabil sein werden. Denn entsprechend sorglos und mit viel Kredithebel haben sie am Schluss investiert.

Genauso wie die Zinswende jedoch seit Jahren auf sich warten lässt, steht auch der Immobiliencrash noch aus. Es soll an dieser Stelle gar nicht der Versuch unternommen werden, diesbezüglich eine Voraussage abzugeben. Tatsache jedoch ist, dass die effektiven Anlagerenditen auf Immobilien in der Schweiz oder Deutschland heute sehr tief sind. Das ist letztlich das einzige, was für den Investor im Sinn von Benjamin Graham zählt. Als Spekulant darf man gerne teuer kaufen und auf noch höhere Preise hoffen.

Die Renditen sind tief im Vergleich zu ihrer eigenen Geschichte, tief im Vergleich zur aktuellen Dividendenrendite von Aktienanlagen und vor allem auch tief im Vergleich zu den Renditen auf Immobilienanlagen im europäischen Ausland. Gerade dort gibt es nämlich nach wie vor sehr interessante Investments.

Während sich Pensionskassen, Immobilienfonds und Privatanleger um Renditeobjekte in der Schweiz prügeln und immer höhere Preise dafür bezahlen, gibt es in anderen Teilen Europas Immobilien zu Schnäppchenpreisen. Statt 2% Nettorendite sind es oft 6% und mehr. Und statt einen Aufpreis für ein diversifiziertes Immobilienportfolio zu zahlen, wie man das mit Schweizer Immobilienfonds in Form eines Agios oder einer Prämie zum Buchwert muss, gibt es Immofonds in Süd- und Osteuropa oft mit einem satten Preisabschlag zum Nettoinventarwert zu kaufen. In der Folge werden ein paar Beispiele dazu gezeigt.

Die Berechnung dieses Nettoinventarwerts NAV ist dabei relativ simpel und solide. Man nimmt die effektiven Mieteinnahmen und einen Diskontierungsfaktor für diese Cashflows und errechnet daraus den NAV. In Ländern mit höheren Zinsen und/oder höherem Risiko ist der Diskontierungsfaktor entsprechend höher.

Immo-Value in Osteuropa

Um ein praktisches Beispiel aus dem Quantex Global Value Fonds zu nehmen: **Atrium European Real Estate** ist eine Beteiligungsgesellschaft, die Shopping Centers in Osteuropa unterhält. Die Nettorenditen dieser Immobilien betragen zwischen 6% in Polen und Tschechien, über 10% in Ungarn bis zu 12% im krisengeplagten Russland. Die Diskontierungsfaktoren für die Berechnung des NAV liegen auf jeweils etwa ähnlichem Niveau und widerspiegeln damit das jeweilige Länderrisiko. Im Mittel beträgt die Nettorendite Atriums etwas über 7%, da das Portfolio schwergewichtig in Polen domiziliert ist.

Was die Atrium-Aktie nun aus unserer Value-Sicht interessant macht, ist ihr Preis 30% unter dem Buchwert beziehungsweise NAV. Damit erhalten Anleger eine Art doppelte Sicherheitsmarge: Immobilien in Osteuropa mögen zwar riskanter sein als in der Schweiz, doch die Mietrenditen und Diskontierungsfaktoren sind auch entsprechend höher. Für dieses Risiko wird der Anleger schon entschädigt. Nun kann er das mit einem

höheren Satz diskontierte Immobilien-Portfolio aber nochmals mit einem Abschlag von 30% kaufen.

Bei Immofonds in der Schweiz besteht der genau umgekehrte Fall: Mietrenditen und Diskontierungsfaktoren sind sehr tief und lassen wenig Raum für Fehler oder einen Preissturz – und die entsprechenden Vehikel werden erst noch mit einem Aufpreis zum vermutlich zu hohen und riskanten Buchwert gehandelt.

Höhere Nettorenditen und ein Abschlag zum Buchwert, auf dem sich die Nettorendite berechnet, bewirken auch, dass eine Immoaktie wie Atrium eine sehr hohe Dividendenrendite aufweisen kann. Die aktuelle Ausschüttungsrendite beläuft sich auf 7.1% ohne die kürzlich gewährte Sonderdividende. Sie ist damit voll durch die laufenden Mieteinnahmen gedeckt. Immoaktien in der Schweiz zahlen dagegen ihre teils hohen Dividenden zu einem grossen Teil aus Aufwertungsgewinnen anstatt den laufenden Mieterträgen. Gerade wegen den hohen Mietrenditen besteht damit bei der Atrium-Aktie noch einiges Potenzial für Kursgewinne.

Antizyklisch Immobilien kaufen in Griechenland

Grivalia Properties ist eine griechische Real Estate Investment Company (kurz REIC analog den amerikanischen REIT) mit einem Portfolio von etwas über 800 Millionen Euro. Investitionen in Griechenland benötigten in den letzten Jahren starke Nerven. Das gute dabei: Neubauten werden praktisch keine mehr erstellt. Doch dank einer Kapitalerhöhung mit der Rückendeckung von Fairfax Financial, dem Vehikel von Value-Investor Prem Watsa, befindet sich Grivalia antizyklisch auf Expansionskurs. In den letzten drei Jahren kauft der REIC mehrere Geschäftsliegenschaften in Griechenland dazu mit Brutto-Mietrenditen von um die 10%. Grivalia ist momentan praktisch schuldenfrei, was unüblich ist für eine Immobilienfirma. Das Unternehmen will das Leverage in den nächsten Jahren aber zwecks weiteren Zukäufen erhöhen. Aktuell beläuft sich die Netto-Mietrendite auf rund 5%. Der grösste Teil davon wird ausgeschüttet, so dass die Dividende aktuell 4.6% beträgt.

Abschläge zum Buchwert realisieren in Italien

Eine weitere Value-Möglichkeit eröffnet sich derzeit bei kleinen geschlossenen italienischen Immobilienfonds. Die meisten dieser Vehikel wurden um die Jahrtausendwende aufgelegt als Spin-offs von Regionalbanken und befinden sich überwiegend in den Händen von Privatanlegern. Seither mussten sie in der Regel Abwertungsverluste verbuchen. Da viele dieser Fonds relativ klein sind mit Immobilien-Portfolios um die 100 Millionen Euro, sind die Aktien relativ illiquide. Das erklärt denn auch zusammen mit den negativen Schlagzeilen für Italien die Tatsache, dass viele dieser Fonds mit Abschlägen zum NAV zwischen 30% und 50% gehandelt werden.

Was die italienischen Immofonds nun besonders interessant macht, ist die reglementarische bestimmte Liquidation vieler Fonds nach 15 Jahren Laufzeit. Verlängerungen um drei Jahre oder mehr sind unter aussergewöhnlichen Umständen möglich. Viele dieser Vehikel befinden sich derzeit effektiv in Liquidation. Das heisst, sie verkaufen ihre Immobilien und tätigen mit den Erlösen ständig Kapitalrückzahlungen. Die geschätzten NAV scheinen dabei durchaus ihre Richtigkeit zu haben. Bei Teilverkäufen von Immobilien werden meist Preise um den geschätzten Buchwert gelöst, auch in der aktuellen Krise. Das bedeutet, dass Anleger gute Chancen haben, den Abschlag zum NAV auf den gehandelten Aktien innerhalb der nächsten Jahre als Kursgewinn zu realisieren. Interessante Titel für eine vertiefende Analyse sind in unseren Augen etwa **Unicredito Immobiliare Uno**, **QF Amundi Re Italia**, **Polis Fund** oder **Atlantic 1**.

Fazit

Wer in Immobilien investieren will, tut dies momentan besser abseits der heiss gelaufenen Märkte. In Süd- und Osteuropa liefern Immobilienaktien und -fonds nicht nur höhere Renditen, sondern auf lange Sicht auch mehr Potenzial für Kapitalgewinne. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Peter Frech
Fondsmanager

+ Coach

Die Aktien der Luxusgüterindustrie haben ihren einstigen Glanz verloren, weil besonders die Chinesen nicht mehr so eifrig kaufen wie in den Boomjahren. Beim traditionsreichen amerikanischen Lederwarenhersteller Coach spielt der chinesische Käuferstreik jedoch keine Rolle, im Gegenteil. Coach erwirtschaftet seit jeher mehr als die Hälfte des Umsatzes in Nordamerika. Dort verlor das Unternehmen in den letzten Jahren massiv Marktanteile, vor allem an Emporkömmling Michael Kors. Umsätze und Margen brachen ein. Dank überarbeiteter strategischer Ausrichtung und eines neuen Design-Chefs scheint nun aber der Umsatzzerfall im Heimmarkt gestoppt. Gleichzeitig wächst Coach sehr erfolgreich in Asien. In China hat sich der Umsatz seit 2010 auf gut 600 Millionen US-Dollar versechsfacht – das Reich der Mitte macht damit aber erst rund 15% des Absatzes aus. China ist für Coach noch eine Wachstumschance, nicht ein Sorgenkind wie für die Schweizer Uhrenhersteller.

Vor allem aber sind die Zahlen des Unternehmens nach wie vor solide. Eine Netto-Cashposition in der Bilanz, ein deutlich positiver Free Cashflow selbst nach Jahren des Margenschwunds und 3.7% Dividende erlauben dem Anleger, geduldig auf bessere Zeiten zu warten. Diese zeichnen sich bereits ab und eine Free-Cashflow-Rendite zum Unternehmenswert EV von zirka 8% ist in naher Zukunft möglich. Das ist sehr viel für einen Qualitätstitel mit globaler Ausstrahlung.

– Cisco Systems

Cisco Systems ist ein amerikanischer IT-Gigant, welcher durch seine Router eine essentielle Rolle bei der Entstehung und Verbreitung des Internets spielte. Heute deckt das Unternehmen mit Netzwerkmanagement, WLAN, Security und dem Betriebssystem IOS praktisch alle Bereiche des Netzwerkbetriebs ab.

Cisco war auch einer der hochgelobten Lieblinge der Dotcom-Blase und notiert 16 Jahre später immer noch 60% unter dem Allzeithoch. Über diesen Zeitraum ist Cisco stark gewachsen und der Gewinn hat sich verfünffacht, sodass die Fundamentaldaten den Aktienkurs eingeholt und wir 2015 investiert haben. Während unserer Halteperiode wurde uns klar, dass wir den Free Cashflow in unseren Annahmen etwas zu hoch geschätzt hatten. Cisco hatte in der Vergangenheit sehr viele Übernahmen getätigt und wir mussten uns eingestehen, dass Cisco ohne zukünftige Übernahmen effektiv schrumpfen würde. Somit wirft die Firma weniger effektiven Free Cashflow ab als erwartet und wir mussten die Schätzung des fairen Wertes nach unten revidieren. Dank der genug hohen Sicherheitsmarge beim Kauf konnten wir dennoch eine annualisierte Rendite von 10% verbuchen.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 5. Oktober 2016

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Elektronik	8	7.9%	5.1%
Pargesa Holding	Beteiligungsges.	7	22.0%	3.5%
Coltene	Gesundheitsw.	6	4.5%	3.1%
Vetropack	Verpackungen	6	2.3%	2.4%
Zurich Insurance	Versicherungen	6	10.6%	6.7%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Aflac	Versicherungen	7	21.3%	2.3%
Unum	Versicherungen	7	9.7%	2.1%
Discover Financial	Finanzdienstl.	6	10.3%	2.0%
General Motors	Automobile	6	6.9%	4.7%
CA Inc	Software	6	7.2%	3.1%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mapfre	Versicherungen	7	10.9%	5.2%
Meggitt	Aerospace	7	5.3%	3.1%
Orion Oyj	Pharma	6	4.1%	3.7%
Industrivarden	Holding Gesell.	6	4.0%	2.9%
Fingerprint Cards	Elektrocomp.	6	2.4%	0.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tatneft	Öl & Gas	10	4.8%	3.4%
Assore	Bergbau	10	2.4%	4.8%
Raubex Group	Tiefbau	10	5.6%	3.1%
Greatek Electric	Halbleiter	10	13.2%	6.0%
Supalai	Immobilien	10	-	4.1%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
CJ Corp	Nahrungsmittel	-8	4.3%	0.7%
Airbus Group	Aerospace	-7	-2.3%	2.4%
Weatherford	Öl & Gas	-7	-2.0%	0.0%
Cigna	Gesundheitsw.	-7	6.8%	0.0%
Weisse Arena	Freizeit	-6	-2.2%	0.0%

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Spanien	Spanien	-2.1%	
Frankreich	Frankreich	-1.0%	MSCI World
Hong Kong	Portugal	-2.6%	(USD)
Japan	Hong Kong	1.6%	-1.1%
Portugal	Niederlande	-0.5%	
Russland	Russland (USD)	1.8%	MSCI Emerging
Tschechien	Ver. Arab. Emir. (USD)	-2.1%	Markets (USD)
Ver. Arab. Emirate	China (HKD)	1.2%	0.7%

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...

Fonds, die sie selber nie kaufen würden

Gut die Hälfte von 15'000 untersuchten US-Fondsmanagern haben nicht einen Cent in ihren eigenen Fonds investiert. Dies ergab eine Studie der Financial Times in Zusammenarbeit mit Morningstar. Bei grossen Fondshäusern wie Blackrock, Schroders oder Aberdeen sind es sogar bis zu drei Viertel der Fondsmanager, welche das eigene Produkt offenbar nicht kaufen würden.

Dies wirft Fragen auf, wie sehr die Interessen der Fondsmanager mit denen der Fondsanleger auf einer Linie liegen. Bei Fonds mit hohen Gebühren ist die Investitionsquote der Manager besonders tief. Wer weiss, wie die Wurst gemacht wird, isst wohl weniger gern.

Bei kleineren Fonds-Boutiquen liegt die Investitionsquote gemäss der Studie dagegen oft bei 100%. So übrigens auch bei Quantex, wo alle Fondsmanager einen grossen Teil ihres Privatvermögens in den eigenen Fonds investiert haben.

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	10.10.2016	159.30	+3.1%
		EUR	10.10.2016	96.94	+2.1%
		USD	10.10.2016	101.60	+4.6%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF	10.10.2016	164.23	+61.0%
		USD	10.10.2016	69.85	+63.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Nebenwerte Fonds	CHF	10.10.2016	180.67	+4.8%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	10.10.2016	78.22	+9.4%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Spectravest	CHF	10.10.2016	1.06	+11.7%
		USD	10.10.2016	1.90	+13.7%

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

