



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Schon zu Beginn meiner Anlegerkarriere hatte ich einen starken Hang zum Contrarian-Stil. Was lag deshalb 1999 auf dem Höhepunkt der amerikanischen Tech-Blase näher, als auf das missachtete Japan zu setzen? Schliesslich war die Börse in Fernost während zehn Jahren gefallen, während praktisch alle anderen Märkte neue Höchststände erklommen. Das war so mutig wie einfältig. Denn erstens war die japanische Börse 1999 keineswegs günstig bewertet – was nur zeigt, wie extrem die Übertreibung auf dem Top zehn Jahre zuvor gewesen war. Und zweitens missachtete ich damals mit Blick auf den Gesamtmarkt völlig die Unternehmensebene. Japanische Firmen wurden hauptsächlich für die eigenen Mitarbeiter und andere Stakeholder geführt, nicht für die Aktionäre. Probleme kehrte man lieber unter die Reismatte, Restrukturierungen blieben ein Fremdwort. Und so schleppte sich der japanische Aktienmarkt dahin und ich warf irgendwann das Handtuch. Seit ein paar Jahren ist Japan nun tatsächlich zu einem Value-Markt mit tiefen Bewertungen geworden, doch die alten Probleme mit der Corporate Governance und der Profitabilität blieben. Es wächst allerdings die Zahl der Firmen, welche die Aktionäre finanziell belohnen und nicht mehr länger nur als nützliche Idioten betrachten. Doch es gilt, genau diese Firmen herauszupicken. Denn einfach nur Top-Down auf das «Neue Nippon» zu spekulieren, ist ein Anfängerfehler, den ich nicht wiederholen will.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Endlich dämmert es in Japan .....	1
Aktien PlusMinus: Verbio und Aegean Airlines .....	4
Quant-Corner .....	5
Über Quantex.....	7

## Titelgeschichte

### Endlich dämmert es in Japan

**Es hat lange genug gedauert, aber heute gibt es klare Anzeichen, dass die Unternehmensführung in Japan aktionärsfreundlicher wird. Rückkaufprogramme und Dividenden liegen nur noch wenig hinter den viel gelobten USA zurück. Umso erfreulicher, dass japanische Aktien immer noch günstig sind.**

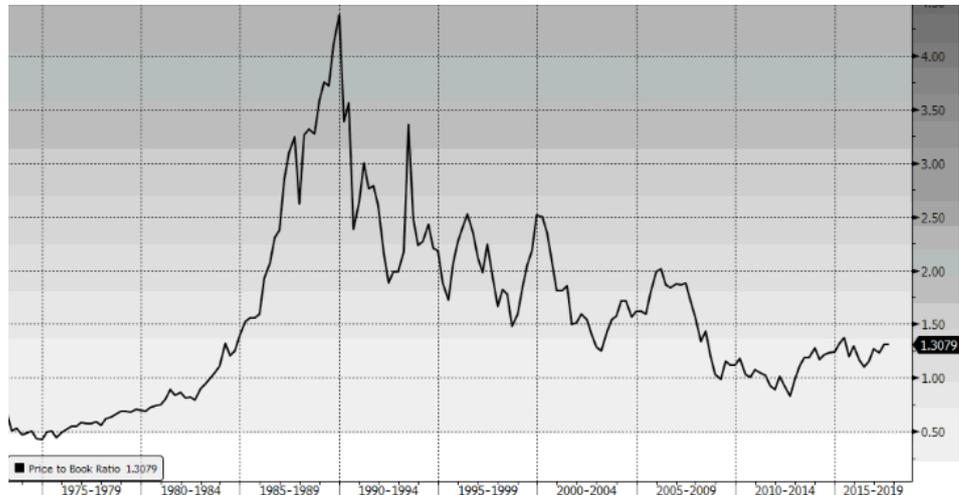
Über die letzten 25 Jahre konnte man die Vorhersagen einer neuen Morgendämmerung in Japan getrost im Meer versenken. Tatsache ist, dass die japanischen Börsenbarometer heute immer noch nur halb so hoch notieren wie auf der Spitze der Nippon-Spekulationsblase im Jahr 1989. So manche Anleger- oder Analystenkarriere wurde durch die falsche Hoffnung auf die Wende in Fernost ruiniert. Inzwischen ignorieren viele Investoren das Land völlig, obwohl Tokio nach New York und Shanghai immer noch der drittgrösste Börsenplatz der Welt ist.

Die Argumentation für eine neue Morgenröte stützt sich dabei meistens auf makroökonomische Faktoren: Gelingt Japan endlich der Ausbruch aus Jahrzehnten der Stagnation und Deflation? Premierminister Shinzo Abe unternimmt mit seinen «Abenomics» seit 2013 den jüngsten Versuch in dieser Hinsicht – mit mässigem Erfolg. Die Probleme des an sich reichen Landes mit Überalterung und Überschuldung bleiben jedoch gross.

Doch was interessieren uns Makroprognosen? Es gibt auf lange Sicht erwiesenermassen keinen Zusammenhang zwischen dem volkswirtschaftlichen Wachstum eines Landes und seinen Aktienrenditen.



Das Spannende ist aber, dass derzeit in Japan auf Unternehmensebene wirklich ein Lichtblick auszumachen ist. Dies führt dazu, dass immer mehr japanische Titel auf unserer Selektionsliste auftauchen: Nicht nur die Bewertungen sind attraktiv (vgl. Grafik unten), sondern auch die negative Rendite aus dem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit: Das bedeutet, es fließt in Fernost ordentlich Geld an die Kapitalgeber zurück.



*Kurs/Buchwert-Verhältnis des japanischen Topix-Index seit den 1970er Jahren. Die Grafik zeigt die extreme Überbewertung auf der Spitze der Hausse im Jahr 1989 und den langen Fall in vernünftigeren Bewertungsregionen. (Quelle: Bloomberg)*

Das Elend in der Unternehmensführung des alten Japan geht allerdings tief. Nichts verdeutlicht dies besser als der aktuelle Skandal um die ehemalige Marktkrone Toshiba: Eine gefälschte Buchhaltung, ein Verwaltungsrat ohne unabhängige Mitglieder, wo de facto die ehemaligen Manager das Sagen haben, eine vermurkste internationale Expansion, zu viele Schulden und über allem eine Decke aus Schweigen und Lügen.

Neue umfangreiche Regulationen der Regierung Abe für die Unternehmensführung 2014 und für die Corporate Governance 2015 sollen solchen tiefgehenden Missständen abhelfen. So stieg zum Beispiel die Quote der japanischen Unternehmen, die überhaupt unabhängige Mitglieder im Verwaltungsrat haben, in den letzten zwei Jahren von unter 50% auf über 90%.

**Japanische Titel mit Rückkaufprogrammen outperformen massiv**

Der beste Anreiz zur Verhaltensänderung kommt aber letztlich vom Markt selbst: Japanische Firmen, welche Aktienrückkäufe angekündigt hatten, konnten gemäss einer Analyse von Empirical Research letztes Jahr im Schnitt um fast 10 Prozentpunkte outperformen. Der Markt belohnt damit Rückkäufe in Japan viel stärker als etwa in den USA.

Die Rückkaufquote für den gesamten japanischen Markt beläuft sich nun auf gut 1%. Das ist nicht mehr viel weniger als die 1.5% in den USA. Die Dividendenrendite beträgt in beiden Ländern gut 2%. Weil in Japan jedoch die Bewertungen tiefer sind, besteht mehr Potenzial für Erhöhungen der Ausschüttungsrendite. Zudem sitzen japanische Unternehmen im Schnitt auf Cash-Reserven in Höhe von 22% ihres Börsenwerts. US-Titel weisen im Mittel nur 9% Cash-Reserven auf.

Der grosse Unterschied ist aber, dass in Japan die Aktienrückkäufe stark auf eine relative kleine Gruppe von Unternehmen konzentriert sind. Ein Fünftel aller Firmen tätigt gemäss Empirical Research satte 93% aller Aktienrückkäufe. Angesichts der Outperformance der Titel mit Rückkaufprogrammen macht es Sinn, sich auf diese Vertreter des «Neuen Nippon» zu konzentrieren. Es geht letztlich nicht nur um die Rückkäufe an sich, sondern auch um das Signal bezüglich Aktionärsfreundlichkeit, dass solche aussenden. Vertreter der alten Japan AG, in der Cash-Berge gehortet oder in meist unprofitablen Akquisitionen versenkt werden, kann ein Investor getrost ignorieren.

Einmal mehr wird damit auch deutlich, dass ein Investment in Japan mittels eines breiten Index-ETF keine gute Idee sein dürfte: Damit kauft man noch zu viel des alten Japan. Wir konzentrieren uns bei der quantitativen Titelselektion automatisch nur auf das Fünftel aller Firmen mit einer hohen Ausschüttungsrendite. Aktuell befinden sich drei japanische Titel im Quantex Global Value Fund: Kaken Pharmaceutical, Obic und Suzuken. Angesichts der gut gefüllten Watchlist ist eine steigende Allokation in Japan wahrscheinlich.

Je mehr der Markt letztlich Aktienrückkäufe belohnt, desto mehr steigt der Anreiz oder der Druck auf die Konzernführer, solche zu tätigen. Wird eine kritische Masse erreicht, könnten in Japan Aktienrückkäufe bald einmal wie in den USA zum guten Ton gehören. Das wäre dann wirklich eine neue Morgendämmerung in Fernost.



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen



Markus Rügsegger  
Fondsmanager

### + VERBIO Vereinigte BioEnergie AG

VERBIO mit Sitz in Sachsen-Anhalt ist einer der führenden Hersteller und Anbieter von Biokraftstoffen in Deutschland und Europa. Rund 500 Mitarbeiter produzieren an drei Standorten Biodiesel, Bioethanol und Biomethan.

Die Marktkapitalisierung (Handel an der Deutschen Börse) beläuft sich beim aktuellen Kurs von 9.45 auf 595 Millionen EUR. Die Gesellschaft überzeugt unter anderem durch die CO<sub>2</sub>-Reduktion mittels Einsatz von Biokraftstoffen von bis zu 90% gegenüber Benzin oder Diesel, durch hocheffiziente Produktionsanlagen (weltweit führend in der Energie- und CO<sub>2</sub>-Effizienz) und Kostenführerschaft sowie auf Grund des Verzichts auf Rohstoffe, die zur Herstellung von Nahrungsmitteln eingesetzt werden.

Der Gewinn konnte in den letzten drei Jahren stark erhöht werden, die Prognosen für das laufende Jahr deuten auf ein weiteres zweistelliges Wachstum bei den Ertragszahlen und einer Steigerung der Nettoliquidität auf 120 Mio. hin. Die kerngesunde Bilanz, die hohen freien Cashflows und die moderate Bewertung (signifikant günstiger gegenüber der Peer Group) veranlassen uns zum Kauf der Aktie.

### – Aegean Airlines

Die gut geführte Airline hatten wir 2014 antizyklisch gekauft. Eine solide Bilanz, die tiefe Bewertung und der trotz Krise boomende Tourismus in Griechenland zogen uns zu dem Titel hin. Wir waren der Ansicht, dass der Markt den Titel zu Unrecht mit allen anderen griechischen Firmen kollektiv abstrafte.

Damit hatten wir im Prinzip recht: Aegean Airlines war von den Wirren in Griechenland nie betroffen, blieb profitabel und zahlte satte Dividenden von zwischendurch 10%. Das Problem mit der Position war eher ein typisches für das Airline-Geschäft: Gerade weil der griechische Ferienmarkt boomte, bauten alle Airlines ihre Kapazitäten in der Region aus. Aegeans Umsätze stiegen, doch die Margen fielen.

Jetzt stellt sich ernsthaft die Frage, was noch besser werden kann. Viel mehr Ferienboom in Griechenland geht nicht, der Ölpreis kann auch nicht mehr so stark sinken und die Konkurrenz dürfte eher zu- als abnehmen. Es blieb deshalb keine Upside mehr zum geschätzten fairen Wert der Aktie und wir sind ausgestiegen mit einem kleinen Kursgewinn und vier fetten Dividendenzahlungen im Sack.

Wir weinen dem Airline-Geschäft keine Tränen nach. Es bleibt zu wettbewerbsintensiv und zyklisch, auch wenn wir für einmal einen guten Flug erwischten hatten.



Peter Frech  
Fondsmanager

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. Juli 2017

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Kardex	Maschinenind.	6	2.7%	3.1%
Adval Tech	Maschinenind.	5	5.5%	16.2%
Bachem Holding	Biotechnologie	5	-0.6%	2.4%
Calida	Kleidung	5	5.2%	3.0%
Jungfraubahn	Transport	5	3.7%	1.8%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Eastman Chemical	Chemie	7	3.9%	2.4%
Staples	Detailhandel	7	10.5%	4.8%
LyondellBasell	Chemie	6	6.8%	4.1%
PulteGroup	Hausbau	6	1.2%	1.5%
Qorvo	Halbleiter	6	2.5%	0.0%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
JM AB	Konstruktion	9	10.0%	3.2%
Taylor Wimpey	Hausbau	9	9.7%	6.7%
Mapfre	Versicherungen	7	-	4.6%
Rio Tinto	Bergbau	7	5.7%	4.0%
Covestro	Chemie	6	10.0%	2.1%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MMK Magnitogorsk	Stahl	11	10.0%	5.7%
Grendene	Schuhe	10	6.5%	4.7%
Reunert	Elektrocomp.	10	6.7%	6.2%
Kingboard Chem	Chemie	9	20.8%	4.0%
Indo Tambangraya	Kohle	9	15.1%	8.6%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Cobham	Rüstungsindust.	-8	1.2%	1.3%
Digital China	Computer	-8	-3.5%	0.0%
Anadarko Petro	Öl & Gas	-7	1.6%	0.5%
Newmont Mining	Bergbau	-6	8.1%	0.6%
Envision Healthcare	Gesundheitsw.	-6	2.2%	0.0%

**Unsere favorisierten Länder**

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Portugal	Spanien	-4.2%	
Spanien	Portugal	-7.4%	MSCI World (USD)
Neuseeland	Frankreich	-3.0%	
Hongkong	Singapur	-0.5%	-0.5%
Singapur	Schweden	-2.2%	
Türkei	Türkei	1.1%	MSCI Emerging Markets (USD)
Arab. Emirate	Arab. Emirate (USD)	-1.4%	
Russland	Russland (USD)	-3.5%	-1.5%

### 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 Funds – Global Value	CHF	7.7.2017	<b>189.75</b>	+11.4%
		EUR	7.7.2017	<b>114.78</b>	+8.6%
		USD	7.7.2017	<b>121.40</b>	+17.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	7.7.2017	<b>150.50</b>	-1.5%
		USD -A-	7.7.2017	<b>62.28</b>	+3.8%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	7.7.2017	<b>210.09</b>	+14.8%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	7.7.2017	<b>100.02</b>	+0.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	7.7.2017	<b>1.19</b>	+9.0%

**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

