



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Neues Jahr, neue Börsenprognosen – aber nicht von uns. Howard Marks von Oaktree hat völlig recht, wenn er eines der gewichtigen Probleme von Anlageentscheidungen auf Basis von Makroprognosen hervorhebt: Schreiben die Vorhersagen einfach linear den laufenden Trend oder Konsensus fort, so ist die Eintrittswahrscheinlichkeit meistens hoch, doch der mögliche Ertrag gering. Jeder hat schon damit gerechnet und alles ist weitgehend eingepreist. Aktuell wäre das etwa folgendes Szenario: Die Wirtschaft schwächt sich moderat ab, die Zinsen steigen zuerst noch ein bisschen, im zweiten Halbjahr fallen sie dann. Die Aktien erholen sich spätestens im zweiten Halbjahr wieder. Prognosen weit ausserhalb des Konsensus dagegen versprechen grosse Gewinne, wenn man richtig liegt – doch leider treten sie nur selten ein. Aktuell wäre dies wohl entweder eine schwere Rezession bis hin zu einer neuen Finanzkrise, ausgelöst durch steigende Zinsen und geplatzte Blasen in den illiquiden Märkten für Immobilien und Private Equity. Oder aber eine überraschend starke Weltwirtschaft gezogen von der Wiedereröffnung Chinas mit steigenden Rohstoffpreisen und nochmals höherer Inflation. Wir können uns alle drei Szenarien vorstellen und positionieren uns weitgehend ignorant auf Basis unserer Bottom-Up-Analysen von Einzelaktien. Das düstere Krisen-Szenario ist zwar in meinen Augen einiges wahrscheinlicher, als der Markt glaubt. Da wir zyklische Aktien nur mit starken Bilanzen kaufen, sollte uns eine schwere Rezession jedoch nicht zu viel kosten... Absehbar sind beim Investieren nur ständige neue Überraschungen.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Value – Tod und Wiedergeburt.....	1
Aktien Plus Minus: Mr Price Group	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Value – Tod und Wiedergeburt

In der jüngeren Vergangenheit hat sich durch den Siegeszug des passiven Investierens das Marktgefüge dramatisch verändert – zu Ungunsten des Valuestils. Wir werfen einen Blick auf die Performance-treiber von Value- und Wachstumsaktien und wie man in Zukunft am besten nach unterbewerteten Aktien sucht.

Value Investing, wie wir es kannten, ist tot – das ist zumindest die Meinung des bekannten Valueinvestors David Einhorn. Vor einiger Zeit wurde der Hedge-Fund-Manager von Greenlight Capital im Podcast «The End Game» über seine Haltung zu Value Investing befragt und seine Ausführungen waren überaus spannend.

Weil es gemäss David Einhorn immer weniger Analysten gebe, welche die Fundamentaldaten einer Firma studieren, sei es heute möglich, Aktien noch günstiger zu kaufen als zuvor. Deshalb sollten Valueinvestoren den Markt trotz allen Widrigkeiten schlagen können.

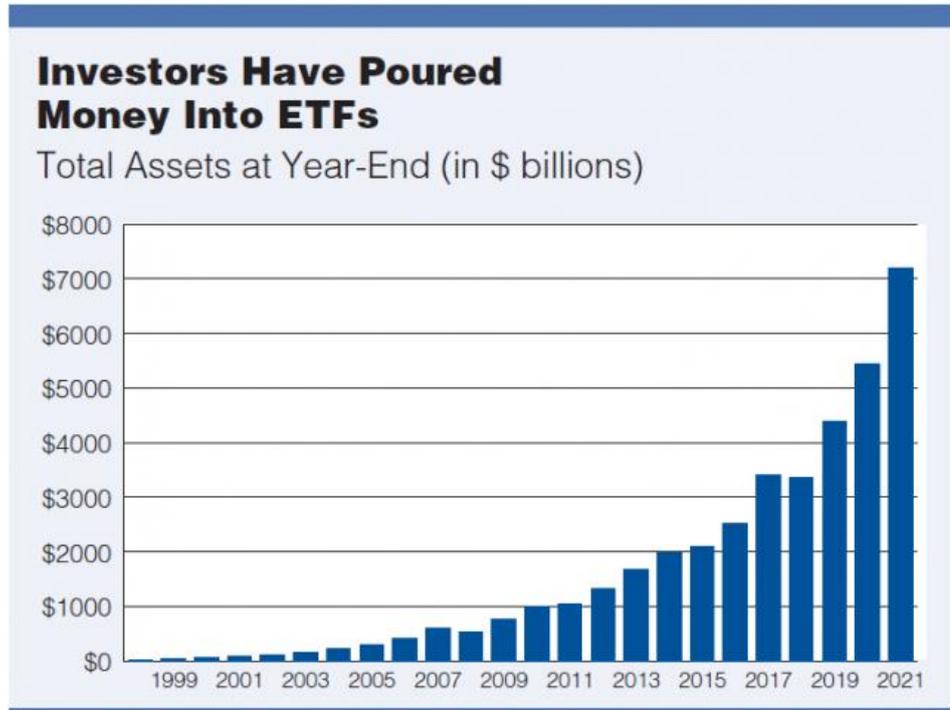
Jeder kennt Statistiken, die zeigen, dass zirka 90% aller aktiven Fondsmanager ihren Benchmark über 10 Jahre nicht übertreffen können. Diese Zahl stimmt leider und hat zu einer wahren Geldschwemme bei passiven Anlagevehikeln geführt. Im Jahr 2010 wurde zum ersten Mal die Marke von 1000 Milliarden Dollar an passivem Geld am US-Aktienmarkt geknackt und seither hat sich diese Zahl mehr als versiebenfacht.

Laut Bloomberg überholte das verwaltete Vermögen passiver Anlagen 2018 zum ersten Mal dasjenige aktiv verwalteter Strategien. Passive Vehikel beherrschten 2021 über 54% des US-Aktienmarktes.





Livio Arpagaus
Aktienanalyst



Die Graphik zeigt das total investierte Kapital in Exchange Traded Funds ETF am US-Aktienmarkt. (Quelle: Adviser Investments <https://www.adviserinvestments.com/special-report/etf-advantage/>)

Dieser rapide Anstieg kam aber nicht nur zustande, weil neues Kapital am Aktienmarkt angelegt wurde, sondern auch, weil sehr viel Geld aus aktiven zu passiven Fonds umgeschichtet wurde (siehe Grafik unten).

Money is pouring out of active funds and into passive

US domiciled cumulative fund flows, \$tn (to August 2022)



Source: JPMorgan
© FT

Die Graphik zeigt kumulierte In- und Outflows von aktiven bzw. passiven Fonds am US-Aktienmarkt von 2000 – 2022. (Quelle: Financial Times <https://www.ft.com/content/f7ca9643-ed82-4993-9aa8-9c7617b33009>)

Diese Umschichtung der Anlagegelder führte zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung: Aktive Fondsmanager mussten ihre Aktien verkaufen, drückten damit die Preise ihrer Titel und underperformten ihre Benchmarks abermals, was weitere Wechsel von aktiven zu passiven Fonds mit sich zog.

Eine Begleiterscheinung des schrumpfenden aktiven Sektors ist, dass es immer weniger Analysten gibt, welche sich überhaupt die Fundamentaldaten der Firmen anschauen. Laut Integrity Research ist beispielsweise die Analystenabdeckung von europäischen Firmen seit 2011 um 26% gefallen.

Passives Geld ist der Feind des Valueinvestors

Wie ist eigentlich das Kaufverhalten eines passiven ETF? Stellen sie sich einen Markt aus zwei Aktien vor: Die eine ist massiv überwertet und handelt zu einer zu hohen Marktkapitalisierung, die andere ist viel zu günstig und handelt zu einem zu tiefen Marktwert. Die meisten ETF verteilen ihr Kapital anhand der Marktkapitalisierung der jeweiligen Aktien. Folglich kaufen ETF zu viel der teuren und zu wenig der günstigen Aktie und erhöhen durch ihr Handeln diese Marktverzerrung noch.

Aus Value-Sicht kommt es aber noch schlimmer: Valueinvestoren halten normalerweise ein Portfolio aus unterbewerteten Aktien. Wenn nun ETF dank starker Inflows überproportional viele teure Aktien kaufen, wird der gewöhnliche Valueinvestor mit der Marktrendite nicht mithalten können. Falls sich diese Underperformance über Jahre hinzieht, werden sie Mittelabflüsse erleben und müssen ihre günstigen Titel verkaufen, was wiederum die Preise weiter abfallen lässt. Somit lässt sich die schwache Performance von vielen Value-Fonds seit der Finanzkrise 2008 gut erklären.

Value Investing: Dead as we know it

Wieso hatte Value Investing vor dem Aufkommen der ETF eigentlich funktioniert? Normalerweise lief der Prozess wie folgt ab: Eine Firma enttäuscht den Markt und verliert massiv an Wert. Irgendwann sind die eingepreisten Erwartungen an das Unternehmen so tief, dass diese sehr leicht übertroffen werden können. Geschieht dies, realisieren viele Analysten, dass sie ihre Schätzungen nach oben revidieren müssen und empfehlen das Unternehmen ihren Portfoliomanagern. Diese kaufen die Aktie und somit verschwindet die Unterbewertung der Aktie über die Zeit wieder.

Einem neuen Value-Zeitalter stehen aber zwei Faktoren im Weg: Der Siegeszug des passiven Investierens wird kaum rückgängig gemacht und es gibt immer weniger Analysten, welche die Unterbewertung einer Firma überhaupt erkennen würden. «Nobody cares anymore», bringt es David Einhorn auf den Punkt.

Wieso sind wir aber dennoch überzeugt, dass Value als Strategie florieren kann, auch wenn sie nie mehr in Mode kommt? Dafür müssen wir die Faktoren näher betrachten, die zur Performance einer Aktie beitragen.

Die vier Faktoren einer Aktienrendite

Über eine lange Zeitperiode kann die Rendite von Value- und Wachstumsaktien in mehrere Faktoren unterteilt werden. Laut einer Analyse des Vermögensverwalters GMO sind folgende Faktoren relevant:

Bewertung (Valuation): Wie verändert sich die Bewertung einer Aktie über die Zeit, beispielsweise ob das Kurs/Gewinn-Verhältnis steigt oder fällt.

Wachstum (Growth): Was ist das Gewinnwachstum pro Aktie über die Zeit? Dieser Faktor wird bei Wachstumsaktien immer einen höheren Renditebeitrag ergeben, sonst wären es ja keine Wachstumsaktien.

Einkommen (Income): Wie viel Dividende wird bezahlt?

Rebalancing: Rebalancing zeigt, ob eine Aktie aus dem Valuesegment ins Wachstumssegment aufsteigt oder vom Wachstumsegment ins Valuesegment heruntergestuft wird. Valueaktien werden hier immer einen positiven Performancebeitrag aufweisen gegenüber Wachstumsaktien, weil eine Neubewertung auf höherem Niveau stattfindet,

wenn eine Aktie das Valuesegment verlässt. Dieser Faktor ist mit dem ersten Faktor verbunden.



Die Graphik zeigt die Outperformance oder Underperformance von Valueaktien gegenüber Wachstumsaktien aufgeschlüsselt nach unterschiedlichen Renditetreibern über zwei Zeitperioden. (Quelle: GMO <https://www.gmo.com/americas/research-library/3q-2022-gmo-quarterly-letter/>)

Die Graphik von GMO zeigt, dass Valueaktien eine jährliche Überrendite von 5.5% zu Wachstumsaktien über den Zeitraum von 1983-2006 generierten. Einen kleinen Performancebeitrag trug die höhere Dividende bei (der Balken «Income»), die Bewertung und das Rebalancing kombiniert waren die grössten Performanceträger und wie erwähnt die tiefere Wachstumsrate der Valuetitel ein negativer Punkt.

Interessant ist, was im Zeitalter der ETF von 2007-2021 passierte: Sowohl die Wachstumskomponente wie die Dividende waren ein wenig höher, aber Valueaktien wurden relativ noch günstiger und somit war auch der Rebalancingfaktor weniger wichtig, weil weniger Valueaktien eine Neubewertung erfahren haben. Dies ist direkt auf die ETF-Flows zurückzuführen: Teure Aktien werden noch teurer und es interessiert weniger Analysten, dass es günstige Aktien gibt, die eine Neubewertung verdient hätten.

Value Investing 2.0

Wie müssen wir uns also heute als Valueinvestoren neu ausrichten, wenn sich das Wachstum der Valueaktien nicht beschleunigt und es kaum noch jemanden interessiert, was der effektive faire Wert einer Aktie ist?

Bei Quantex sind wir überzeugt, dass die Unternehmen in Anbetracht teils absurd tiefer Bewertungen zur Selbsthilfe greifen müssen, indem sie Aktien zurückkaufen und somit den Preis stützen und den zukünftigen Gewinn verdichten oder eine hohe Dividende ausbezahlen.

Durch die erwähnten Trends ergab sich über die letzten Jahre eine interessante Ausgangslage: Wir können heute Aktien von Unternehmen kaufen, die so tief bewertet sind, dass die jährlichen Aktienrückkäufe oder die Dividenden allein schon eine zweistellige Rendite versprechen. Beispielsweise sind wir in Petrobras und Indo Tambangraya investiert. Die Dividendenrenditen der beiden Unternehmen stehen bei 40% beziehungsweise 20%. Ein anderes Beispiel wäre die kanadische Stelco, welche 2022 versuchte, über 40% aller ausstehenden Aktien zurückzukaufen.

Die Bewertungen einiger Aktien ist heute so absurd tief geworden, dass geschickte Entscheidungen in der Kapitalallokation zum Selbsthilfeprogramm für die Investoren werden können. Darauf werden wir in der Zukunft ein noch genaueres Auge werfen. (lia)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Mr Price Group

In Ländern mit einem schlechten Image verstecken sich oft Qualitätsaktien, die sehr günstig bewertet sind. Genauso einen Fall stellt der grösste südafrikanische Einzelhändler Mr Price dar, welchen wir im Dezember gekauft haben. Südafrika hat seit Jahren, geplagt von unsteten politischen Verhältnissen, Unruhen und Blackouts, ein schlechtes Image bei Investoren. Und in der Tat, die Umstände unter denen Mr Price Kleidung und Haushaltsartikel verkauft, sind schwierig. So herrschten 2021 zu 40% der Ladenöffnungszeiten Blackouts und zehn Prozent der Geschäfte wurden bei Unruhen geplündert. Trotzdem liefert die Firma sehr gute Zahlen. Die Umsätze, Gewinne und freien Cashflows wachsen seit Jahren im zweistelligen Bereich und die Firma erwirtschaftet mit null Fremdkapital eine hervorragende Eigenkapitalrendite von 30%. Die Wachstumsaussichten sind ebenfalls gut, Südafrika hat eine junge und wachsende Bevölkerung. Zudem expandiert Mr Price in andere Länder Afrikas. Vor diesem Hintergrund ist die Bewertung mit einer freien Cashflow-Rendite von 7.5% Prozent sehr attraktiv. Wir glauben, der Länderabschlag ist einfach zu groß und kaufen die Aktie.



Moritz Nebel
Aktienanalyst

– Keine Verkäufe im Dezember 2022

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. Januar 2023

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	8	6.6%	4.1%
Glencore	Bergbau	8	7.1%	5.9%
Mikron	Werkzeug	7	16.0%	2.7%
Holcim	Baustoffe	7	6.2%	4.4%
Novartis	Pharma	6	5.5%	3.6%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
ConocoPhillips	Öl & Gas	8	12.0%	4.2%
Coterra Energy	Öl & Gas	8	16.4%	10.3%
Steel Dynamics	Eisen & Stahl	8	17.2%	1.3%
PulteGroup	Hausbau	8	0.4%	1.3%
The Mosaic Co	Chemie	7	10.9%	1.2%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Boliden	Bergbau	10	4.1%	6.4%
Yara	Chemie	9	2.2%	8.7%
Solvay	Chemie	8	6.7%	3.8%
Ipsen	Pharma	8	10.3%	1.2%
Anglo American	Bergbau	8	11.1%	6.6%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
African Rainbow	Bergbau	9	4.2%	10.6%
Gerdau	Eisen & Stahl	9	25.2%	12.0%
Impala Platinum	Bergbau	9	15.6%	7.0%
Supalai	Hausbau	9	8.3%	6.1%
Indo Tambangraya	Kohle	8	80.4%	20.2%

Goldminen	Titel	Land	Quantex	Free Cashflow /	Dividenden-
			R-Wert	Enterprise Value	Rendite
	Centamin	Ägypten	8	0.2%	4.9%
	Pan African Res	UK	6	6.2%	4.9%
	Torex Gold	Kanada	6	16.3%	0.0%
	Dundee Precious	Kanada	5	23.5%	2.9%
	Perseus Mining	Australien	5	12.5%	1.0%

Achtung, gefährliche Bewertungen!	Titel	Sektor	Quantex	Free Cashflow /	Dividenden-
			R-Wert	Enterprise Value	Rendite
	MGM-Resorts	Hotels	-8	5.6%	0.0%
	Amazon.com	Internet	-8	-1.9%	0.0%
	IWG	Gewerbedienstl.	-8	9.1%	0.0%
	Seagate Tech	Computer	-7	5.9%	0.0%
	New Gold	Goldminen	-5	-6.5%	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-	31.12.2022	381.11	+6.7%
		EUR -R-	31.12.2022	243.16	+9.6%
		USD -R-	31.12.2022	254.54	+5.4%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	31.12.2022	119.52	+6.0%
		EUR -S-	31.12.2022	131.82	+11.2%
		USD -S-	31.12.2022	114.70	+4.7%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	31.12.2022	236.30	-6.2%
		USD -R-	31.12.2022	107.17	-7.6%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	31.12.2022	204.74	-11.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	31.12.2022	1.93	+2.7%
		CHF -3a-	31.12.2022	1.50	+2.7%

Haftungsausschluss

Dieses Dokument ist eine Werbemitteilung. Anleger sollten bei ihrer Investitionsentscheidung dieses Dokument nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Es dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Dokument genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Das Dokument 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. Die allenfalls dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Anteile der in diesem Bericht allenfalls erwähnten Anlagefonds dürfen an bestimmte Anlegertypen, in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Bitte wählen sie unter <http://www.quantex.ch/de/anlagefonds> das korrekte Domizil und den korrekten Anlegertyp, um die zulässigen Informationen anzuzeigen. 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 Fondsdokumenten genannten Stellen bezogen werden.

QUANTEX AG
MARKTGASSE 61
CH-3011 BERN
+41 31 950 24 24

QUANTEX AG
LÖWENSTRASSE 30
CH-8001 ZÜRICH
+41 43 243 03 46

WWW.QUANTEX.CH

