



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Im Casino wie auch an der Börse endet es meist böse, wenn Anfänger auf Anhieb Erfolg haben. Selbstüberschätzung und immer riskantere Wetten sind die natürliche Folge. Die USA sind immer noch eine relativ junge und glückliche Nation unter der Führung eines ausgewiesenen Hasardeurs als Präsidenten. Das Land hat seit geraumer Zeit einen Lauf und beginnt, Fortunas Gunst zu strapazieren. Donald Trump ist eigentlich als Gegner der «Forever Wars» ins Amt gekommen. Doch an der Spitze der grössten Militärmacht ist der Sog zur Einmischung in die Weltpolitik stark, auch andere deklarierte Non-Interventionisten wie Barack Obama sind ihm schon erlegen. Umso gefährlicher wird es, wenn bei den ersten Interventionen alles glatt geht. Die Rede ist hier nicht nur vom Militärschlag gegen Venezuela, der offenbar den Appetit auf mehr Abenteuer geweckt hat. Auch in Sachen der anhaltend hohen Fiskaldefizite und neuerdings des Versuchs, die Notenbank mit der Brechstange zu beeinflussen, fahren die USA einen riskanten Kurs nahe am Abgrund, auf dem andere Länder schon abgestürzt sind. «Bis jetzt ist ja alles gut gegangen», lautet das ewige Kredo der Narren. Erstaunlich ist dabei vor allem, dass der Rest der Welt weiter so begierig amerikanische Aktien und Anleihen hält und sogar noch dazukaufft. Was immer die richtige geographische Asset Allocation in der neuen Weltordnung sein mag, gut Dreiviertel des Vermögens in US-Papiere zu investieren, wie es die Weltindizes vorgeben und passive Investoren nachmachen, scheint mir das Schicksal herausgefordert.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Reboot bei Software-Aktien.....	1
Aktien PlusMinus: Magnum Ice Cream und Ross Stores	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Reboot bei Software-Aktien

Im Technologiesektor geht eine gewaltige Bewertungsschere zwischen Halbleiter- und Softwareaktien auf. Der Markt scheint zu glauben, dass Halbleiterfirmen für immer boomen und alle Softwarefirmen von smarten KI-Agenten gefressen werden. Wenn die Anleger nicht mehr differenzieren wollen, lohnt es sich, genauer hinzuschauen, dieses Mal bei unbeliebten Softwaretiteln.

Erinnern Sie sich noch an den ESG-Boom von 2020/21? Die Story damals: Elektroautos werden in den nächsten fünf Jahren den Verbrenner ersetzen und Ölfirmen bleiben auf ihren Vorkommen sitzen. Der Planet musste gerettet werden und das schlechte Image dieser Investments vor der Kundschaft zu verteidigen, war sowieso zu mühsam. Der Markt differenzierte nicht mehr und alles, was als «dreckig» galt, wurde verkauft. Die normalisierten Free-Cashflow-Renditen von vielen Energietiteln notierten bei über 20%. Auf der anderen Seite stiegen die offensichtlichen «ESG-Gewinner», wie Wasserstofffirmen, Windkraftanlagenhersteller und Elektroautobauer in astronomische Höhen, obwohl sie fette Verluste schrieben.

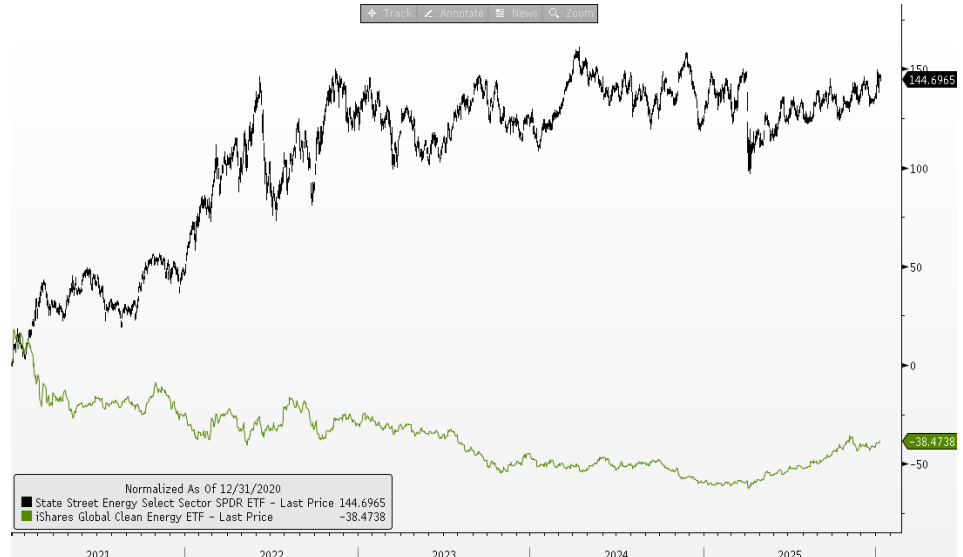
Mit der Annahme, dass fossile Brennstoffe nicht so schnell ersetzt werden könnten, erhöhten wir damals den Anteil der Energietitel in unserem Portfolio von 0 auf 25%. Fünf Jahre später ist die Euphorie über die grüne Wende verflogen. Ölk Aktien haben schöne Renditen abgeworfen und die damals hochbegehrten Umwelt-Aktien verloren teilweise über 80% ihres Werts. Übrigens ist der globale Ölverbrauch weiter gestiegen und befindet sich heute mit 106 Millionen Barrel am Tag auf einem neuen Allzeithoch.





Moritz Nebel
Aktienanalyst

Ein Déjà-vu erleben wir derzeit im Technologiesektor. Das Narrativ heute: Die Künstliche Intelligenz sorgt für eine nie endende Chipnachfrage durch Datenzentren. Und Softwareunternehmen werden demnächst durch smarte KI-Agenten ersetzt. «KI frisst Software», lautet das Motto der Stunde.



Performance des Clean Energy ETF (grüne Linie, -38%) gegenüber dem Öl&Gas-Sektor ETF (schwarze Linie, +145%) von Anfang 2021 bis zum 09.01.2026. (Quelle: Bloomberg)

Unternehmen, die vom Ausbau der KI-Infrastruktur profitieren, vornehmlich Halbleiterhersteller, sind die Lieblinge des aktuellen Börsenbooms und lieferten phantastische Renditen. Alles, was mit Software zu tun hat, gilt dagegen als «KI-Verlierer» und wird auf Verdacht verkauft. In den letzten sechs Monaten beschleunigte sich der Trend:



Outperformance des iShares Semiconductor ETF (schwarze Linie, +35%) gegenüber dem MSCI Software Index (orange Linie, -7%) über das letzte halbe Jahr. (Quelle: Bloomberg)

Um die heutigen Bewertungen zu rechtfertigen, müssen die Gewinne der Halbleiterfirmen in den nächsten Jahren von einem hohen Niveau weiter rasant steigen. Die Free-Cashflow-Renditen in diesem traditionell sehr zyklischen Sektor betragen aktuell zwischen 1% und 2%. Wir kaufen generell keine so hoch bewerteten Aktien und meiden den Sektor derzeit gänzlich.

Gegenläufig dazu rentieren erstklassige Softwarefirmen seit langer Zeit mal wieder mit fünf bis sechs Prozent Free-Cashflow-Rendite. In unseren Screenings tauchten im letzten halben Jahr plötzlich viele Firmen aus dem Sektor auf.



Enterprise Value zu Ebitda Multiples von Adobe (weisse Linie), Constellation Software (blaue Linie) und Wolters Kluwer (orange Linie) von 2017 bis heute. Alle drei Software-Firmen notieren auf den tiefsten Bewertungen seit Jahren und befinden sich derzeit in unseren Quantex Fonds. (Quelle: Bloomberg)

Bei manchen Firmen wie Adobe hat sich die Gefahr durch KI-Disruption sicher erhöht. Doch solange wir keine Verlangsamung in den Geschäftszahlen sehen, heisst es für uns «im Zweifel für den Angeklagten» aufgrund der extrem hohen Qualität (35% Return on Capital, 30% Nettomarge) und einer langen Wachstumshistorie. Massive Aktienrückkäufe zu tiefen Bewertungen erhöhen zudem die Upside, wenn die Bewertung irgendwann mal wieder steigt und/oder Adobe weiter wachsen kann.

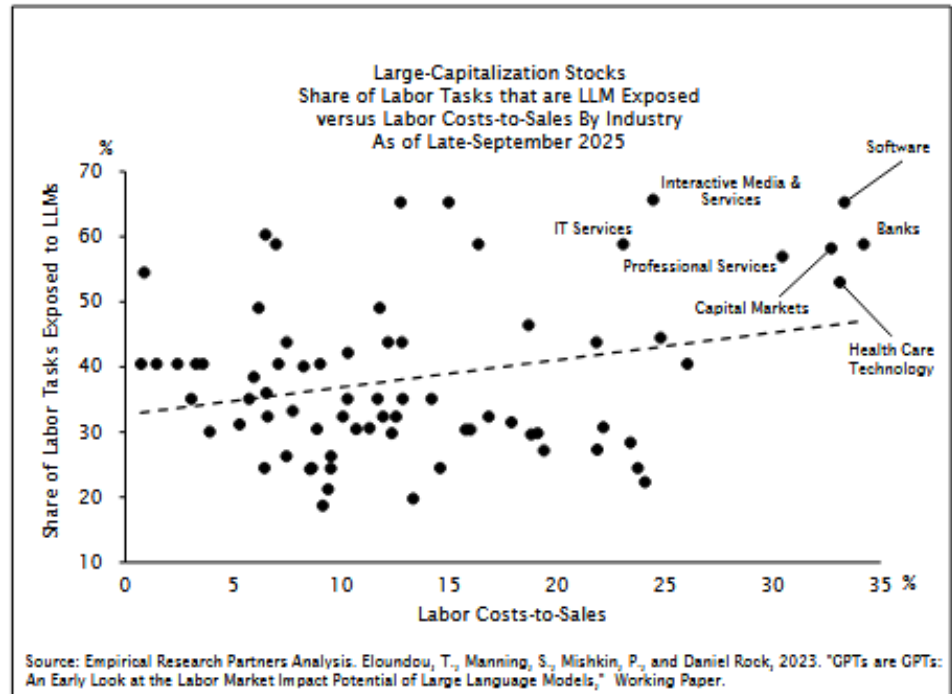
Bei anderen Softwarefirmen, wie zum Beispiel Constellation Software, sehen wir gar keine Disruptionsgefahr und betrachten die «KI-Sorgen» des Marktes als ein Geschenk, das es uns ermöglicht, die Aktie zu einer sehr attraktiven Bewertung zu kaufen. Constellation besteht aus über 1200 kleinen Softwarefirmen, die in unterschiedlichen Nischen operieren, und ist damit extrem gut diversifiziert. Die Anwendungen sind für ihre Kunden systemkritisch und hohe Wechselkosten sorgen für eine starke Kundenbindung. Ausserdem sind die Endmärkte, in denen Constellation operiert, sehr klein und damit für neue Wettbewerber wenig interessant.

Doch könnte es nicht auch sein, dass etablierte Softwarefirmen am Ende sogar Gewinner der Effizienzsteigerungen durch KI sind? Viele Unternehmen haben jahrelange Kundenbeziehungen und sind fest in den Arbeitsablauf ihrer Kunden integriert. Über Jahrzehnte gesammelte Datensätze können als Training für Large Language Models (LLM) verwendet werden. Wir glauben, das ist ein Vorteil gegenüber den generalistischen LLM wie ChatGPT von OpenAI.

Interessanterweise besteht bei Softwarefirmen eine realistische Chance auf steigende Margen. Laut einer Studie von Empirical Research haben Softwarefirmen neben Banken das grösste Potenzial, Kosten durch KI einzusparen. Ein hoher Anteil der Lohnkosten am Umsatz in Kombination mit einem grossen Anteil an Arbeitsabläufen, die durch LLMs optimiert werden können, sind massgebend für die Höhe des Einsparpotenzials. Wenn sich Programme effizienter schreiben lassen und so 20% der Lohnkosten eingespart werden können, ist der Margenhebel im Softwarebusiness gross. Der Effekt kommt natürlich nur zur Geltung, wenn die Firma eine Dienstleistung anbietet, die schwer kopierbar

KI bietet Chancen auf steigende Margen für Software-Firmen

ist. Haben alle in der Branche die gleiche Kosteneinsparung, sinken in der Konkurrenzsituation nur die Preise und die Margen bleiben unverändert. Bei einigen Softwarefirmen sehen wir jedenfalls bereits steigende Margen.



Die Graphik zeigt auf der horizontalen Achse die Lohnkosten in Prozent vom Umsatz. Die vertikale Achse zeigt, wie hoch der Anteil der Arbeitsabläufe ist, die durch LLMs optimiert werden können. Banken und Softwarefirmen haben hohe Lohnkosten im Verhältnis zum Umsatz und viele Arbeitsabläufe können durch LLMs verbessert werden. (Quelle: Empirical Research)

Wir glauben, die momentane Unsicherheit im Sektor bietet uns eine hervorragende Einstiegsmöglichkeit in einen attraktiven Sektor mit qualitativ hochwertigen Firmen. Die Option auf eine vom Markt nicht erwartete Upside durch KI-Rationalisierungen bekommen wir gratis dazu. Wir haben im Quantex Global Value Fund mit Constellation Software, Adobe, Fortinet, GoDaddy und Wolters Kluwer den Anteil des Sektors in den letzten sechs Monaten von 0% auf 12.5% erhöht. Im Quantex Multi Asset Fund haben wir zusätzlich noch die beiden weniger liquiden Titel Reply und Topicus gekauft. Unser Reboot im Tech-Sektor nach Jahren der Abstinenz führt über Software-Titel. (mne)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ The Magnum Ice Cream Company

Anfang Dezember kam «The Magnum Ice Cream Company» als Spin-Off von Unilever an die Börse. Das Unternehmen ist mit den Marken Langnese, Magnum, Cornetto und Ben&Jerrys die klare Nummer eins im globalen Eiscreme-Geschäft. Wir glauben, der Spin-Off ergibt Sinn, da das Eiscremegeschäft wenig Synergien mit den anderen Teilen Unilevers (Kosmetik, Deodorants, Fertigsuppen) hat. Eis muss ständig gekühlt werden und läuft daher auf einer anderen Logistikkette. Als eigenständiges Unternehmen kann Magnum nun mehr und gezielter investieren, um die steigende Eisanfrage in den Emerging Markets zu bedienen. Ausserdem sind die Anreize für die Mitarbeiter klarer definier- und messbar, da sie nicht durch die anderen Geschäftsbereiche verwässert werden. Nach den ersten Angaben des Managements zu den Geschäftszahlen haben wir einen fairen Wert gerechnet. Der Preis, der zum Handelsstart der Aktie aufgerufen wurde, erschien uns sehr attraktiv. Die Firma wird derzeit mit einer, für einen stabilen Konsumgüterkonzern mit starken Marken, attraktiven freien Cashflow-Rendite von 7% gehandelt. Weil auch die Wachstumsaussichten solide aussehen, haben wir die aus dem Spinoff erhaltenen Aktien zu einer ganzen Position aufgestockt.

– Ross Stores

Eigentlich haben wir uns vorgenommen, erstklassige Unternehmen zu einem fairen Preis länger zu halten als in der Vergangenheit. Ross Stores tickt alle Boxen eines wunderbaren Geschäfts: defensives Geschäftsmodell in einem Oligopol, hohe Kapitalrenditen, stetiges organisches Wachstum und gute Kapitalallokation des Managements. Wieso verkaufen wir die Aktie jetzt nach neun Monaten bereits wieder? Als Aktieninvestor muss man immer die Attraktivität der gehaltenen Positionen mit den übrigen Aktien am Markt vergleichen. Wie attraktiv ist die Aktie A gegenüber Aktie B? In den vergangenen Monaten ist die Aktie von Ross um 45% gestiegen, währenddem viele andere Qualitätsunternehmen 30% bis 50% an Wert verloren haben. Aus diesem Grund hat sich die relative Attraktivität von Ross Stores gegenüber anderen Kandidaten verschlechtert und wir haben die Aktie schweren Herzens ausgewechselt.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. Januar 2026

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Mikron	Maschinen	8	11.9%	2.4%
Orell Füssli	Dienstleistungen	8	8.8%	3.7%
Novartis	Pharma	6	6.5%	3.1%
CPH Group	Verpackungen	5	0.7%	3.1%
St. Galler KB	Banken	5	-	3.3%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Synchrony Financial	Finanzdienstl.	7	31.5%	1.3%
Allstate	Versicherungen	6	13.6%	1.9%
APA Corp	Öl & Gas	6	10.6%	4.3%
Coterra Energy	Öl & Gas	6	6.2%	3.5%
Regions Financial	Banken	6	-	3.6%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Brit Amer Tobacco	Tabak	8	6.1%	6.1%
Orlen	Öl & Gas	8	11.2%	6.0%
Bankinter	Banken	8	-	4.9%
Ericsson	Telekomm	8	11.8%	3.1%
GSK	Pharma	7	7.0%	3.4%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Orient Overseas	Transport	9	46.7%	12.7%
Magyar Telekom	Telekomm	8	12.7%	5.4%
Vale	Eisen & Sthal	8	4.1%	10.0%
Hindustan Petro	Öl & Gas	8	0.7%	3.3%
Promotora Y Oper	Transport	8	16.5%	2.9%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Thor Exploration	Kanada	9	20.5%	2.8%
AltynGold	UK	9	4.6%	0.0%
Mineros	Kolumbien	9	13.2%	2.6%
Serabi Gold	UK	8	11.7%	0.0%
Perseus Mining	Australien	8	7.1%	1.3%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Orior	Nahrungsmittel	-7	-9.0%	0.0%
London Stock Ex	Finanzdienstl.	-7	6.7%	1.5%
CVC Capital	Private Equity	-7	3.4%	3.0%
MGM	Hotels	-7	5.8%	2.5%
Nike	Kleidung	-7	2.6%	0.0%

**Quantitative Screenings bei
Quantex – Aussieben und Tren-
nen**

Der Quantex R-Wert ist eines von mehreren «Quantitativen Screenings» bei Quantex, um im weltweiten Aktienuniversum vielversprechende Titel zu entdecken. Darauf folgt ein qualitativer Selektionsprozess in Handarbeit. Teilweise fallen dabei die quantitativ am besten bewerten Aktien durch und wir investieren in die kennzahlenmässig nur fast so guten Unternehmen.

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 vier Anlagefonds, wovon alle schon 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.

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Funds – Global Value	CHF -R-	31.12.2025	452.29	+5.5%
		EUR -R-	31.12.2025	305.08	+6.6%
		USD -R-	31.12.2025	351.83	+20.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	31.12.2025	135.45	+4.1%
		EUR -R-	31.12.2025	157.94	+5.2%
		USD -R-	31.12.2025	151.39	+19.0%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	31.12.2025	646.86	+129.5%
		USD -R-	31.12.2025	351.07	+168.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	31.12.2025	2.44	+13.1%
		CHF -3a-	31.12.2025	1.92	+13.7%

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

