



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Petrodollars waren in den Jahren des Ölbooms ein Segen für viele: Scheichs und Potentaten, grosse Fondsverwalter, die vom Geldfluss arabischer Staatsfonds profitierten und natürlich die Anbieter von Luxusgütern und –immobilien in aller Welt. Jetzt ist der grosse Ölboom vorbei und es heisst, den Gürtel bzw. die Kandura enger zu schnallen. Saudi-Arabien erwartet dieses Jahr ein Haushaltsdefizit von 130 Milliarden Dollar. Zu grosszügig wurden die Gehälter und Subventionen in den Boomjahren erhöht. Die verbliebenen Staatsfonds-Reserven von 661 Milliarden werden in diesem Tempo rasch aufgezehrt. Wie die Financial Times meldete, zogen die Saudis in den letzten sechs Monaten bis zu 70 Milliarden Dollar von grossen Fondsverwaltern wie Blackrock ab. Rund 200 Milliarden Dollar an Vermögensanlagen werden ölfreiche Staaten dieses Jahr verflüssigen müssen, so schätzt David Spiegel von BNP Paribas. Ein wesentlicher Teil davon wird aus dem Verkauf von US-Staatsanleihen kommen. Dieser Rückfluss dürfte ein Grund sein, wieso die als sicherer Hort angesehenen US-Papiere in der laufenden Vertrauenskrise nicht stärker gestiegen sind. Doch es gibt auch Gewinner des neuen Petrodollar-Trends: Die Konsumenten in den USA und Europa werden wieder mehr Geld in der Tasche haben. Der letzte Ölcrash in den 1980ern war keine schlechte Zeit für den Durchschnittsbürger im Westen – und für die Aktionäre in diesen Märkten auch nicht.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Ein Herz für die Banken.....	1
Aktien PlusMinus: Weleda und Mediaset	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Ein Herz für die Banken

Niemand mag die Schurken der Finanzkrise, auch Jahre nach dem grossen Crash. Die Bewertungen der Bankaktien bleiben tief, aber ihre Fundamentaldaten haben sich in den letzten Jahren massiv verbessert. Es ist Zeit für etwas mehr Wertschätzung.

„Wir sind wie picklige Teenager mit schlechten Frisuren. Wenn die Anleger uns in diesem Teil des Zyklus ertragen können, werden sie uns lieben, wenn die Dinge wieder besser werden.“ So brachte kürzlich Richard Davis die Aussichten für die Bankbranche auf den Punkt. Davis ist Chef von US Bancorp, einer der grössten Kreditbanken der USA, welche unter seiner Führung gut durch die Finanzkrise kam.

Auch sieben Jahre nach dem Lehman-Kollaps sind Bankaktien ausgesprochen unpopulär, nicht nur in den USA. In Europa wurde der Sektor in der Eurokrise von 2010 bis 2012 sogar ein zweites Mal an den Rand des Zusammenbruchs gebracht. Dass viele Anleger vom Sektor nach unzähligen Nahtod-Erfahrungen, Rekordbussen, verwässernden Kapitalerhöhungen und Dividendenkürzungen die Nase gestrichen voll haben, überrascht nicht. Doch gerade solche kategorischen Vorurteile der Investoren eröffnen oft die besten Anlagechancen. Die Fundamentaldaten wenden sich meist zum Besseren, lange bevor die Anlegerherde ihre Voreingenommenheit revidiert.



Am offensichtlichsten ist dies in den USA: Der Finanzsektor ist mit +15.2% der Sektor mit dem grössten erwarteten Gewinnwachstum im laufenden Jahr, noch vor der boomenden Gesundheitsbranche. Gleichzeitig ist es jedoch der Sektor mit dem zweitiefsten Kurs/Gewinnverhältnis von 14.1 aller Sektoren, nur Telecom-Aktien sind momentan noch etwas günstiger bewertet.

In Europa hat der fundamentale Trend ebenfalls deutlich nach oben gedreht: Die Refinanzierungskosten sind massiv gesunken, die Rückstellungen für notleidende Kredite gehen zurück und seit kurzem gibt es sogar wieder Volumenwachstum. Die Bankkredite fliessen wieder nach Jahren der Schrumpfkur. Im Juni etwa wurden in der Eurozone 11 Milliarden Euro an neuen Unternehmenskrediten gewährt, das ist der höchste Kreditfluss seit vier Jahren. Es besteht auf lange Sicht ein deutlicher Zusammenhang zwischen Kreditwachstum und der Profitabilität der Banken.

Zwar werden die Gewinne der europäischen Banken, vor allem aus Südeuropa, derzeit immer noch durch Rückstellungen für faule Kredite getrübt. Doch diese Rückstellungen gehen mit der wirtschaftlichen Erholung in diesen Ländern fortlaufend zurück und es besteht sogar Aussicht auf spätere Rückflüsse auf das Eigenkapitalkonto. In den USA zumindest war es in den letzten Jahren so, dass die Banken mehrheitlich zu konservative Rückstellungen aus der Finanzkrise wieder auflösen konnten.

Blickt man hinter die laufenden Rückstellungen auf das Kerneinkommen, das sogenannte Pre-Provision Income oder PPI, so sind gerade südeuropäische Banken sehr tief bewertet. Teilweise werden sie zu nur 5x PPI oder weniger gehandelt. Hat sich die Bank erst einmal durch den Berg von faulen Krediten durchgekaut, winken den Aktionären hohe Gewinne. Ein wesentlicher Teil davon dürfte in der Form von Dividenden fließen.

Der grosse Dividendensegen

Nach jahrelanger Durststrecke werden die gebeutelten Bankaktionäre derzeit immer stärker mit steigenden Dividenden entschädigt. Wie SocGen schätzt, dürften sich die Dividendenzahlungen europäischer Banken dieses Jahr auf rund 40 Milliarden Euro belaufen. 2016 und 2017 könnten es nach Bloomberg-Konsensus jeweils rund 60 Milliarden Euro sein. Noch vor zwei Jahren konnten die gebeutelten Banken dagegen nur 20 Milliarden Euro ausschütten und viele Institute mussten ihre Dividende ganz streichen.

In den USA steigt die gesamte Ausschüttungsquote der Banken in Relation zu den Gewinnen dieses Jahr von 51% auf 64%, wobei gut die Hälfte davon auf Aktienrückkäufe entfällt. Auf Grund überschüssiger Kapitalreserven der meisten Banken dürfte sich die Ausschüttungsquote in den nächsten Jahren sogar gegen 100% oder darüber bewegen, sofern es die Regulatoren erlauben.

Europäische Banken sind zudem eines der besten Mittel, um auf eine Fortsetzung des angelaufenen Aufschwungs in der Eurozone zu setzen. Nach Berechnungen von JP Morgan beläuft sich die Korrelation der Bankengewinne mit den Einkaufsmanger-Indizes auf satte 82%. Bankaktien sind und bleiben ein zyklisches Investment, keine Frage.

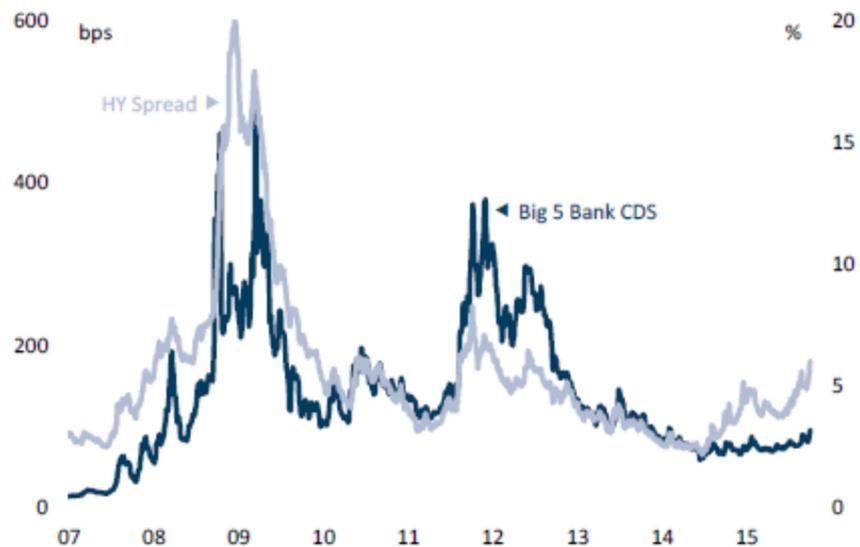
Die Risiken sind immer da, aber derzeit offensichtlich

Was ist mit den Risiken, lautet deshalb die berechtigte Frage. Grundsätzlich bin ich der Überzeugung, dass Bankenbilanzen letztlich eine Black Box sind und in den Jahren eines Kreditbooms versteckte Risiken anhäufen. In einer Wirtschaftskrise kommen diese Risiken dann ans Tageslicht, und nicht selten werden durch Kreditabschreibungen die Gewinne von Jahren oder mehr als das gesamte Eigenkapital vernichtet.

Die wichtigste Faustregel lautet deshalb, dass man Bankaktien nur nach einer branchenweiten Krise kaufen soll und nicht etwa davor, nach einem jahrelangen Kreditboom. Die Bankentitel der USA wie auch Südeuropas erfüllen diese Kriterien zweifellos. All die Pickel und Warzen des Sektors dürften in den letzten Jahren keinem Anleger entgangen sein. Die Regulatoren schauen zweifellos strenger hin als in der Vergangenheit.

Zudem wurden einzelne Institute wenn nötig rekapitalisiert und die Bilanzen durch einbehaltene Gewinne gestärkt. Besonders für US-Banktitel lässt sich sagen, dass die Eigenkapitalquoten seit Jahrzehnten nicht mehr so hoch waren wie heute. Aber auch in Europa weist der Trend nach oben. Gemäss den Berechnungen von SocGen wird das gesamte Eigenkapital der europäischen Banken Ende diesen Jahres rund 567 Milliarden Euro betragen im Vergleich zu 497 Milliarden Ende 2013 und nur 398 Milliarden im Jahr 2009 vor der Eurokrise. Der Bankensektor hat also die grösste Krise seit Jahrzehnten durchlebt und gleichzeitig sein Eigenkapital gestärkt, trotz all der Rückstellungen für faule Kredite. Da die Bilanzsummen ebenfalls herunter gefahren wurden, haben sich die Eigenkapitalrelationen noch mehr verbessert.

Die aktuelle Krise bei Unternehmensanleihen, besonders von schwachen Schuldnern aus dem Energie- und Minensektor, betrifft die Banken nicht in ihrem Kerngeschäft. Anders als 2008/09 oder noch 2011/12 zeigt ein Alarmbarometer wie die Credit Default Swaps auf die fünf grössten US-Banken deshalb kein nennenswert höheres Risiko an (vgl. Grafik unten). Der Finanzsektor steht in den USA und auch in Europa nicht mehr im Zentrum der Krise.



Die Grafik zeigt die Entwicklung des Zinsaufschlags für risikante Unternehmensanleihen (HY Spread) und die Versicherungskosten für Anleihen der grossen fünf US-Banken (Big 5 Bank CDS). (Quelle: RBC, 2015).

Grosse Bankkonglomerate mit viel Eigenhandel und Investment Banking bleiben jedoch besonders undurchdringliche Black Boxes. Unsere Sektorfavoriten sind deshalb vergleichsweise simple Kreditbanken mit solider Eigenkapitaldecke sowie einer tiefen Bewertung zum Kerneinkommen vor Kreditabschreibern: Titel etwa wie die spanische Banco Popular, die italienischen Institute Unicredit und Banca Popolare di Milano, die Bank of Cyprus oder Regions Financial und Capital One Financial in den USA.

Welche Bankaktien es zu meiden gilt

Weiterhin grosse Vorsicht ist dagegen bei Banken aus Ländern angebracht, die bis vor kurzem noch einen grossen Boom mit teils zweistelligem Kreditwachstum pro Jahr erlebt haben. Beispiele dafür sind viele Emerging Markets wie Brasilien, Russland, China oder die Türkei, Rohstoffproduzenten wie Kanada und Australien aber auch skandinavische Länder oder die Schweiz. In den Bankensystemen dieser Länder haben sich in den Boomjahren viele versteckte Risiken angesammelt. Auch wenn die aktuellen Bewertungen dieser Bankaktien auf den ersten Blick tief erscheinen mögen, sind sie in meinen Augen das Risiko nicht wert.

Bei amerikanischen und (süd)-europäischen Banktiteln scheint dagegen die Gefahr einer neuen Kreditkrise gering, beziehungsweise die zahlreichen Risiken sind wohlbekannt

und eingepreist. Die Aktien des Sektors werden meist zu Preisen gehandelt, als könnten sie nie mehr die Profitabilität und das Gewinnwachstum von früher erreichen. Das mag wohl sein, doch sollten sie den Weg dahin nur halbwegs finden, stehen den Investoren mit einem Herz für Banken ein paar wirklich schöne Jahre mit den ungeliebten Sonderlingen von heute bevor. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen:

+ Weleda AG: Stark unterschätzter Turnaround?

Bei der Weleda AG handelt es sich um eine führende Herstellerin von zertifizierter Naturkosmetik und Arzneimitteln für die Anthroposophische Medizin. Das Unternehmen beschäftigt weltweit rund 2'000 Mitarbeitende und ist in über 50 Ländern präsent. Die Namen-Partizipationsscheine (Na.-PS) werden ausserbörslich (OTC) gehandelt. Basierend auf dem letztbezahlten Kurs von CHF 3'025 ergibt sich eine Marktkapitalisierung von 79 Mio EUR (Rechnungslegungswährung). Nach verlustreichen Jahren mit existenzbedrohenden Folgen reagierte der Verwaltungsrat und setzte ein neues Management ein. Die Erfolge sind beeindruckend:

- Bereits im Jahr 2012 gelang der operative Turnaround. Im Abschluss 2014 wurden zum zweiten Mal in Folge ausserordentliche Rückstellungen gebildet. Rechnet man diese zum Reingewinn hinzu, sinkt das Kurs/Gewinn-Verhältnis von 8.5 auf noch 4.6.
- Auch die Bilanz präsentiert sich kerngesund. Die einst hohe Nettoverschuldung wurde praktisch eliminiert (2015E: Nettoliquidität). Das Unternehmen wird – ohne Berücksichtigung der üppig gebildeten Rückstellungen – unter Buchwert gehandelt.
- Auf Grund der verhältnismässig geringen betriebsnotwendigen Investitionen beläuft sich die Free Cashflow-Rendite pro Na.-PS auf weit über 30%.
- Der hohe Bekanntheitsgrad des Namens wird im Preis nicht reflektiert. Wir schätzen den Brandawareness bei Frauen auf über 95%.

Der eingeschränkte Handel in den Na.-PS und die veraltete Titelstruktur rechtfertigen unseres Erachtens nicht eine dermassen frappante Unterbewertung, zumal sich das Unternehmen in stabilen, strukturell wachsenden Märkten bewegt.

– Mediaset

Der italienische Fernsehsender war 2012 ein klassisches Value-Investment nahe beim Tiefpunkt der Euro-Schuldenkrise und der Politwirren um Hauptaktionär und Staatspräsident Silvio Berlusconi. Denn trotz eines Einbruchs der TV-Werbung in Italien um noch nie dagewesene 50% erzielte Mediaset immer noch ordentliche freie Cashflows. Die Option auf eine Erholung der Wirtschaft und damit der TV-Werbung gab es quasi gratis dazu. Inzwischen haben sich in Italien Politik und Konjunktur stabilisiert und Mediaset fährt weiter freie Cashflows ein. Der ehemals etwas gar hohe Schuldenberg wurde dank dessen auch deutlich abgetragen.

Der Aktienkurs ist jedoch deutlich gestiegen und die laufende Rendite zum Unternehmenswert EV von rund 5% impliziert eine Verdoppelung der Free Cashflows über die nächsten Jahre. Keine unvernünftige Annahme angesichts des nach wie vor gedrückten Niveaus der Werbeeinnahmen. Ausserdem besteht noch Sparpotenzial bei einer Rationalisierung und Fusion des unprofitablen Pay-TV-Geschäfts. Doch diese Upside gibt es heute nicht mehr gratis und die Aktie notiert nun sehr nah bei unserem geschätzten Fair Value. Der Titel wurde deshalb verkauft.



Markus Rügsegger
Fondsmanager



Peter Frech
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. Oktober 2015

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bell	Lebensmittel	8	8.9%	2.4%
TA Media	Medien	6	10.5%	2.8%
Vaudoise	Versicherungen	6	-	2.4%
Also Holding	Distribution	5	9.8%	2.7%
APG	Werbung	5	5.5%	5.5%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Valero Energy	Öl & Gas	7	13.5%	2.3%
Gamestop	Detailhandel	6	11.2%	3.2%
LyondellBasell	Chemie	6	10.2%	3.1%
Marathon Petroleum	Öl & Gas	5	6.2%	2.2%
Ebay	Internet	4	14.2%	0.0%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Scor	Versicherungen	7	13.1%	4.4%
Yara	Chemie.	7	3.6%	3.7%
Persimmon	Hausbau	7	7.7%	4.9%
Nokian Renkaat	Autoteile	6	-	4.8%
K+S	Chemie	6	-	3.6%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Hosa International	Kleidung	10	-	4.4%
China Lesso	Industriemasch.	10	4.8%	2.1%
Tatneft	Öl & Gas	10	10.5%	3.2%
MPhasis	Software	9	9.7%	3.9%
Indus Bachoc ADR	Getränke	9	14.3%	2.0%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Tesco	Nahrungsmittel	-9	-	0.6%
ThyssenKrupp	Stahl	-8	1.4%	0.6%
AFG Arbonia Forster	Baumaterialien	-7	8.6%	0.0%
Eldorado Gold	Goldminen	-7	-	0.4%
Freeport McMoran	Rohstoffe	-7	-	6.2%

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Singapur	Singapur	4.4%	MSCI World 2.9%
Hong Kong	Hong Kong	2.5%	
Finnland	Finnland	2.6%	
Australien	Schweden	0.1%	
Japan	Australien	4.1%	
Russland	Ver. Arab. Emir. (USD)	2.9%	MSCI Emerging Markets 7.1%
Taiwan	Russland (USD)	12.0%	
Qatar	Taiwan	2.9%	

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

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 acht Anlagefonds, wovon drei zum Teil schon mehrfach von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Erfolgsgeheimnis 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	9.10.2015	159.95	-0.5%
		EUR	9.10.2015	97.71	-2.3%
Aktive taktische Allokation, quantitativer Ansatz	Quantex Nucleus Fonds	CHF	9.10.2015	65.53	-14.8%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF	9.10.2015	109.70	+5.4%
		USD	9.10.2015	48.16	-4.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Nebenwerte Fonds	CHF	9.10.2015	166.79	+7.1%
Anlagen in Rohstoffe mit Futures, Options und Aktien	Quantex Commodity Fund	CHF	9.10.2015	91.15	-5.4%
		USD	9.10.2015	61.91	-6.2%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	9.10.2015	75.05	-11.1%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Spectravest	CHF	5.10.2015	0.93	-1.1%
		USD	5.10.2015	1.68	+0.6%

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

