



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Das Handelsdefizit des Quantex-Teams mit dem Migros-Supermarkt von gegenüber ist riesig. Ständig kaufen wir dort Waren, während die Migros leider gar keine unserer Finanzdienstleistungen in Anspruch nimmt. Zur Bekämpfung des Ungleichgewichts sollten wir hier im Büro zwischen den Bloomberg-Terminals dringend Kartoffeln anbauen und unsere eigenen Chips frittieren. Oder der Staat greift endlich mit Zöllen ein und bügelt diese Unfairness aus. Die Absurdität des Beispiels zeigt, wie sehr Zölle oder andere Handelsschranken die Arbeitsteilung zwischen den Nationen schädigen. Die fortschreitende Arbeitsteilung ist neben Kapitalinvestitionen der Haupttreiber von mehr Produktivität und Wohlstand. Was im Kleinen gilt, gilt auch im Grossen. Wenn die Befürworter von Zöllen darin positive wirtschaftliche Effekte sehen, warum führt man sie nicht auch an den Grenzen von Bundesstaaten oder Kantonen ein? Oder am besten gleich auf Gemeindeebene, denn damit kann man es den Merkantilisten vom Nachbardorf mal richtig zeigen. Neuerdings wird wieder aus Gründen der Versorgungssicherheit für Zölle zum Erhalt der eigenen Produktionskapazitäten argumentiert. Doch selbst wenn uns die Migros keine Chips mehr verkaufen sollte, werden wir ziemlich sicher andere Anbieter oder Umgehungsmöglichkeiten finden. Die weitgehende Wirkungslosigkeit der US-Sanktionen gegen China betreffend Chips (aus Silikon, nicht Kartoffeln) zeigt dies deutlich. Auch die besten Nvidia-Schaltkreise finden über südostasiatische Mittelsmänner problemlos ihren Weg ins Reich der Mitte.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die Renditetreiber für Value	1
Aktien PlusMinus: Icon	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Die Renditetreiber für Value

Value Investing ist ein sehr breiter Begriff. Manche Leute verstehen darunter Investments in halbtote Turnaround-Geschwüre, andere den Kauf von stabilen Dividentiteln oder Qualitätsaktien. Wir stellen ihnen die zwei für uns relevanten Value-Stile vor, was deren jeweilige Renditetreiber sind und wann welcher Stil zum Einsatz kommen sollte.

Die Gesamtrendite einer Aktie setzt sich längerfristig aus drei Teilen zusammen: Aus der Gewinn- oder Free Cash Flow (FCF)-Rendite, der Veränderung der Bewertung und dem Gewinnwachstum pro Aktie. Somit lässt sich folgende Formel aufstellen:

FCF-Rendite + Δ Bewertung + Gewinnwachstum pro Aktie = Gesamtrendite einer Aktie

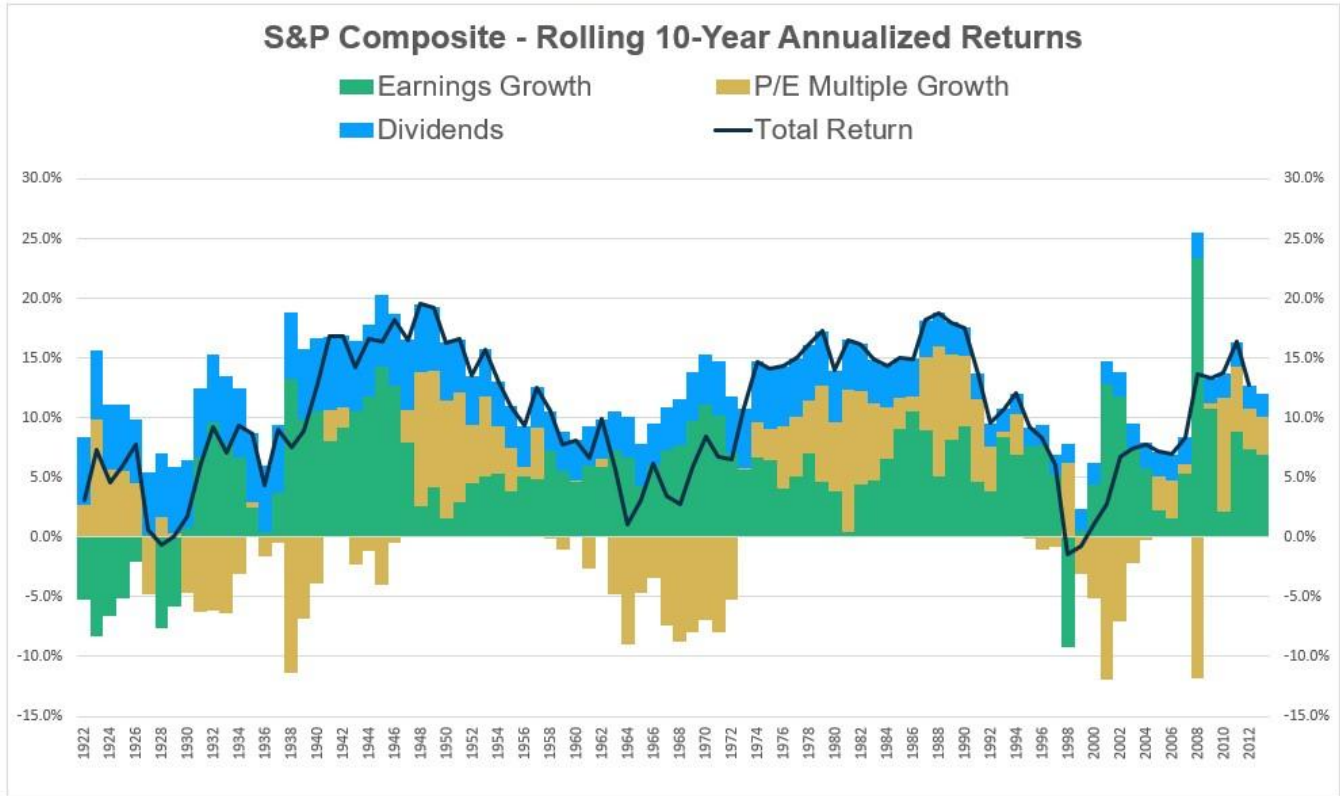
Am amerikanischen Aktienmarkt belief sich die Gesamtrendite über die letzten fünfzig Jahre auf 11.1% pro Jahr. 6.7% kamen vom Gewinnwachstum, 1.6% durch die höhere Bewertung des Marktes und 2.9% aus den Dividenden. In unserer Berechnung berücksichtigen wir die gesamte FCF-Rendite und nicht nur die ausgeschütteten Dividenden.

Die Graphik auf der nächsten Seite zeigt in schwarz die Gesamtrendite des S&P 500 Index über rollierende zehn-Jahres-Intervalle. Bemerkenswert ist, dass die Veränderung der Bewertung den grössten Teil der Veränderung der Gesamtrendite über zehn Jahre ausmacht und dass das Gewinnwachstum über diesen langen Zeitraum praktisch immer positiv wirkt.



Die Dividendenrendite als Ausschüttung liefert ebenfalls stetig einen positiven Beitrag. Über 50 Jahre glättet sich der Einfluss der Bewertungsveränderungen.

Earnings Growth Is the Dominant Long-Term Driver of S&P 500 Returns



Source: Carson Investment Research, Yale University Rober Shiller Data 12/11/2024



Die schwarze Linie zeigt die rollierenden 10-Jahres-Renditen von US-Aktien. Die farbigen Balken zeigen die Komponenten der jeweiligen Renditen, nämlich Gewinnwachstum (grün), Bewertungsveränderungen (braun) und Dividenden (blau). (Quelle: Carson Investment Research)

Aus unserer Sicht hat ein Investor nun die Möglichkeit, auf zwei Arten seine Gesamrendite zu maximieren.

Benjamin Grahams Ansatz

Benjamin Graham ist der Urvater des Value Investing. Seine Anlagephilosophie beschreibt er folgendermassen: "It is our argument that a sufficiently low price can turn a security of a mediocre quality into a sound investment opportunity."

Graham hatte einen klaren Fokus auf die Bewertung eines Unternehmens und weniger auf dessen Qualität. Diese Strategie, oft auch Deep Value genannt, versucht die Gesamrendite über eine möglichst hohe FCF-Rendite und die Aufhebung einer grossen Unterbewertung zu maximieren.

Warren Buffetts Ansatz

Warren Buffett war Benjamin Grahams Schüler und hat dessen Ansatz weiterentwickelt. Sein Credo lautet: "It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price."

Die Qualität des Unternehmens steht also im Vordergrund. Die Preiskomponente ist durchaus wichtig, Buffett beharrt aber nicht wie Graham auf einer krassen Unterbewertung, sondern auf Qualität zu einem anständigen Preis. Somit versucht Buffett über ein langfristig überdurchschnittliches Gewinnwachstum seine Gesamrendite zu maximieren.

Wann welche Value-Strategie?



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

Beide Anlagestrategien haben relativ zum Markt ihre rosige und weniger gute Zeit, wann sollte aber welcher Ansatz implementiert werden?

Dafür können wir zwei Rechenbeispiele anhand von Visa und Petrobras machen. Visa wäre ganz klar Buffetts Favorit als Oligopol mit riesigen Gewinnmargen in einem strukturell wachsendem Markt. Petrobras als Rohstoffproduzent in Brasilien ohne Preissetzungsmacht und mit politisch bedingtem Bewertungsdiscount wäre eher etwas für Graham.

Mal angenommen, wir befänden uns in einem Marktumfeld mit sorgenfreien Investoren, in dem Visa beim fairen Wert und Petrobras mit einer leichten Unterbewertung von 20% handelt. Weiter glauben wir, dass Visa seinen Gewinn über die nächsten Jahre um 12% pro Jahr steigern und Petrobras' Free Cashflow bloss mit der Inflation von 3% mithalten kann. Zudem gehen wir davon aus, dass beide Aktien in 10 Jahren am fairen Wert handeln. Was ist nun die erwartete Rendite beider Aktien?

Visa hat als wundervolles Geschäft eine höhere Bewertung verdient, deshalb ist ihre FCF-Rendite am fairen Wert nur 3%. Einen Gewinn durch eine höhere Bewertung in zehn Jahren können wir nicht erwarten, weil Visa bereits heute am fairen Wert handelt. Glücklicherweise wächst Visa unserer Meinung nach mit 12%.

Petrobras wächst mit 3% viel weniger stark, dafür beträgt die heutige FCF-Rendite 8% und wenn sich über zehn Jahre die Unterbewertung aufhebt, verdienen wir eine jährliche Zusatzrendite von 2.3%

Die erwartete Rendite beider Aktien ist folglich:

	FCF-Rendite	+ Δ Bewertung	+ Gewinnwachstum	= Gesamtrendite
Visa	3%	0%	12%	15%
Petrobras	8%	2.3%	3%	13.3%

In diesem Beispiel ist Visa das bessere Investment, weil die Unterbewertung bei Petrobras nicht gross genug ist. In einer Phase der Sorglosigkeit ist das Qualitätsunternehmen vorzuziehen, weil man ungefähr die gleiche Rendite erhält wie bei allen anderen Aktien, aber viel mehr Qualität.

In einer Phase der Angst fliehen aber alle Investoren in die sichergeglaubte Qualität und die Bewertungsunterschiede zwischen den beiden Arten von Aktien können sehr gross werden. In einem solchen Fall kann es sein, dass Visa selbst auch mit 20% Discount leicht unterbewertet wird, Petrobras aber mit einem 50prozentigen Abschlag gehandelt wird. Wie sieht dann die Rechnung aus?

	FCF-Rendite	+ Δ Bewertung	+ Gewinnwachstum	= Gesamtrendite
Visa	3.7%	2.3%	12%	18%
Petrobras	12.8%	7.2%	3%	23%

Jetzt ist der Bewertungsunterschied der beiden Aktien gross genug, dass man für das Zusatzrisiko in Petrobras entschädigt wird. Wenn alle Angst haben, wird der mutige Anleger belohnt.

Uns ist es bewusst, dass die Beispiele theoretisch sind und nicht zwangsläufig der Realität entsprechen. Zweifelhaft ist zum Beispiel die Annahme, dass sich eine krasse Unterbewertung von 50% stetig über zehn Jahre auflöst. Der Markt ist effizient genug, dass er eine starke Unterbewertung in der Regel schneller korrigiert. Der Graham-Ansatz ist darum in der Krise wahrscheinlich noch potenter als in der Theorie.

Sobald die Unterbewertung von Firmen wie Petrobras wieder aufgehoben ist, müssen diese aber wieder verkauft werden, weil die Rendite stark von der Bewertung abhängt. Deshalb hat eine Strategie à la Ben Graham einen höheren Portfolio-Umschlag als eine Strategie nach Buffett, bei dem das zukünftige Gewinnwachstum einen grösseren Einfluss auf die Gesamrendite hat.



Der Anlagezyklus von Quantex: Graham-Stil in Phasen der Angst: Das zyklische Risiko wird durch sehr tiefe Bewertungsabschläge entschädigt. Buffett-Stil in Phasen der Euphorie: Gute Qualität ist relativ gesehen zu günstig.

Makro gehört in die Kaffeepause

Ist Ihnen etwas aufgefallen? Wir haben nicht ein Wort über Makro-Ökonomie, Zinsen oder Währungen verloren. Das ist das Schönste daran, wenn man sich allein von den relativen Preisen von der einen in die andere Strategie treiben lässt. Solange sich die Businessqualität der analysierten Unternehmen nicht gross verändert hat, ist es völlig egal, weshalb sich die Bewertungsunterschiede verändern; wichtig ist nur, dass sie sich verändert haben. Deshalb sind die allermeisten Anleger gut damit beraten, aufzuhören, sich über Makro den Kopf zu zerbrechen und stattdessen auf das Auf und Ab des Marktes zu lauschen. (lia)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Icon

Im Januar haben wir die Aktien von ICON gekauft. Die in Irland ansässige Firma ist der weltweit zweitgrösste Anbieter von Dienstleistungen für klinische Studien in der Medikamentenentwicklung. Das Outsourcing bei der Medikamentenentwicklung nimmt seit Jahren zu, denn Dienstleister wie ICON können die Studien schneller und billiger durchführen und den Pharmakonzernen somit viel Geld sparen. Die Branche erfährt also strukturellen Rückenwind und so konnte ICON den Gewinn je Aktie in den letzten zehn Jahren um 17% pro Jahr steigern. Aktuell befindet sich die Industrie jedoch in einer zyklischen Delle. Einige Medikamente, vor allem zur Entwicklung von Impfstoffen, wurden storniert und so hat sich das Umsatzwachstum von ICON auf etwa 4% verlangsamt. Durch eine Übernahme eines Konkurrenten im Jahr 2021 ist eine grössere Schuldenlast entstanden, die ICON in den letzten Jahren abgebaut hat. Mit der verbesserten Bilanz schwenkt das Management in der Kapitalallokation nun zu verstärkten Ausschüttungen und die Firma hat im letzten Jahr Aktien in einem Umfang von 500 Mio. US-Dollar zurückgekauft. Aufgrund des verlangsamten Umsatzwachstums und eines schlechten Ausblicks auf die kommenden Quartale hat die Aktie im letzten halben Jahr 45% an Wert verloren. Dadurch ist die Bewertung mit einer freien Cashflow Rendite von 7% sehr attraktiv geworden. Wir nutzen den Kurssturz und kaufen die Qualitätsaktie für unsere Fonds.



Moritz Nebel
Aktienanalyst

– Keine Verkäufe

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 6. Februar 2025

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Jungfraubahn	Transport	7	3.5%	3.5%
Bergbahnen Engelberg	Freizeit	6	-13.7%	0.0%
BKW	Elektrizität	6	-0.2%	2.2%
Holcim	Baumaterialien	6	6.1%	3.1%
Novartis	Pharma	6	6.3%	3.3%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Chevron	Öl & Gas	8	5.9%	4.3%
Invesco	Finanzdienstl.	7	8.7%	4.4%
Prudential	Versicherungen	7	12.8%	4.6%
Regions Financial	Banken	7	-	4.0%
Western Digital	Computer	7	1.8%	0.0%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Kemira	Chemie	9	7.9%	3.2%
ITV	Medien	9	8.2%	6.7%
Plus500	Finanzdienstl.	8	23.7%	5.3%
ItalGas	Gas	8	2.1%	6.1%
SKF	Metallverarb.	8	5.2%	3.5%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Sabesp	Wasser	11	7.3%	1.6%
Richter Gedeon	Pharma	9	9.8%	4.3%
Porto Seguro	Versicherungen	8	-4.5%	3.7%
Grupo Mexico	Bergbau	8	6.2%	4.2%
Magyar Telekom	Telekomm	8	10.5%	3.2%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mineros	Kolumbien	9	21.8%	0.0%
Dynacor	Kanada	9	19.0%	2.6%
Dundee Precious	Kanada	8	11.5%	1.5%
Torex Gold	Kanada	8	-6.3%	0.0%
Perseus Mining	Australien	7	14.2%	1.7%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Vestas Wind	Altern. Energie	-7	12.1%	0.0%
Siemens Energy	Maschinen	-7	2.4%	0.0%
Stadler Rail	Fertigungsindustrie	-7	3.5%	4.5%
Match Group	Internet	-7	8.0%	0.6%
Dollar Tree	Einzelhandel	-6	3.3%	0.0%

Quantitative Screenings bei Quantex – Aussieben und Trennen

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 bewerteten 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 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-	14.2.2025	454.03	+5.9%
		EUR -R-	14.2.2025	302.10	+5.5%
		USD -R-	14.2.2025	310.68	+6.4%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	14.2.2025	136.69	+5.1%
		EUR -R-	14.2.2025	157.22	+4.7%
		USD -R-	14.2.2025	134.39	+5.6%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	14.2.2025	327.96	+16.4%
		USD -R-	14.2.2025	154.86	+18.2%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz	Quantex Funds – Nebenwerte Schweiz	CHF -R-	14.2.2025	220.17	+5.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	14.2.2025	2.28	+6.0%
		CHF -3a-	14.2.2025	1.79	+6.0%

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

