

## «Die Bewertung zählt wieder»

**Thomas Shrager und Robert Wyckoff, Managing Directors der New Yorker Investmentboutique Tweedy, Browne, finden in den aktuellen Marktturbulenzen viele neue Kaufgelegenheiten. Sie erklären, wo sie zugegriffen haben und weshalb sie an Novartis und Roche festhalten.**

**Von Gregor Mast, themarket.ch, 28. Juni 2022**

Value-Aktien erleben ein Revival. Seit Anfang Jahr haben sie deutlich besser abgeschnitten als die Titel von Wachstumsunternehmen. Die Erholung folgt auf eine mehr als fünfzehnjährige Durststrecke, in der günstig bewertete Valoren das Nachsehen hatten.

Die Lebenszeichen freuen Robert Wyckoff und Thomas Shrager, beide Mitglieder des Anlageteams der New Yorker Value-Boutique Tweedy, Browne, die zu den Urgesteinen im Geschäft zählt. Seit mehr als hundert Jahren stöbert die Firma unterbewertete Aktien auf; Legenden wie Benjamin Graham, Warren Buffett und Walter Schloss gingen in ihren Büros ein und aus.

«Da Zinsen und Inflation steigen und die Bewertungen von Risikoanlagen sinken, spielt der Preis einer Anlage wieder eine Rolle. Das war lange nicht mehr der Fall», sagt Wyckoff. Dank der Marktkorrektur bieten sich neue Gelegenheiten.

Im Gespräch erklären die beiden Spezialisten, wo sie zugegriffen haben, auf welchem Niveau die Google-Mutter Alphabet wieder interessant wird und warum sie an Roche und Novartis festhalten. Zudem verraten sie, was Value-Investing mit der Entenjagd gemeinsam hat und welchen Indikator sie bei der Aktienauswahl derzeit aufmerksam verfolgen.

**Herr Wyckoff, Herr Shrager, angesichts der Marktturbulenzen müssen Sie sich als Value-Manager wie ein Kind im Süßwarenladen fühlen. Haben Sie gekauft?**

Robert Wyckoff: Der Markt bewegt sich in unsere Richtung. Die Kursschwankungen waren hoch, aber die Bewertung von Risikoanlagen ist vor der aktuellen Kernschmelze auch deutlich gestiegen. Ja, auf Basis einzelner Aktien finden wir viele neue Ideen, aber das war schon letztes Jahr so. Die Korrektur heizt sich gerade auf, aber einen Ausverkauf haben wir in unseren Augen noch nicht gesehen. Es ist gut möglich, dass diese Verkaufswelle noch etwas chaotisch wird, da die Vorstellung, dass Zinsen und Inflation noch länger erhöht bleiben, kurzfristig ein echtes Problem für die Märkte darstellt. Doch es ist ein guter Zeitpunkt, neue Ideen zu prüfen.

Thomas Shrager: Die grosse Korrektur hat in Aktien stattgefunden, die keine oder nur geringe Aussichten auf baldige Gewinne haben, aber das ist für uns nicht interessant. Wir versuchen, Unternehmen zu bewerten, was bedeutet, dass sie zunächst einmal Gewinne erwirtschaften müssen. Es gab auch eine erhebliche Korrektur in den Aktien, von denen es immer geheissen hat, jeder müsste sie halten, die Apples und Facebooks dieser Welt, die sogenannten FAANG-Aktien. Bei Unternehmen, die Gewinne erwirtschaften und wachsen, fiel die Korrektur geringer aus, als man erwarten würde. Allerdings haben wir im letzten Jahr und verstärkt in den letzten zwei oder drei Monaten viele neue Ideen gefunden, besonders im Bereich der kleineren und mittelgrossen Unternehmen.

Wyckoff: Wir haben im letzten Jahr wahrscheinlich zwanzig bis 25 oder mehr Unternehmen in unser Portfolio aufgenommen. Viele davon sind kleinere Gesellschaften, die eine Positionsgrösse von 0,5 oder 1% im Portfolio haben.

**Sie sind als Bottom-up-Investoren bekannt. Inwieweit fliesst das wirtschaftliche Umfeld in Ihre Titelauswahl ein?**

Wyckoff: Da Zinsen und Inflation steigen und die Bewertungen von Risikoanlagen sinken, spielt der Preis einer Anlage wieder eine Rolle. Das war lange nicht mehr der Fall. Bei Null- bis Negativzinsen konnten Anleger eine Aktie mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 80 kaufen mit dem Argument, dass eine Gewinnrendite von 1,25 % – der Kehrwert des KGV –

attraktiver ist als die Nullverzinsung von Anleihen und Bargeld. Die Nullzinspolitik hat Bewertungsüberlegungen überflüssig gemacht. Diese Zeit ist vorbei.

### **Was bedeutet das für Sie?**

Wyckoff: Die Kennzahlen, die wir zur Bewertung von Risikoanlagen verwenden, werden angepasst. Es leiden vor allem Titel von Wachstumsunternehmen, die erst in ferner Zukunft Gewinn erwirtschaften, da dieser Gewinn mit einem höheren Zinssatz diskontiert wird. Bei einer Value-Aktie ist das Ertragswachstum absehbarer, so dass sie sich bei steigenden Zinsen besser hält. Zudem ermöglicht uns die Unsicherheit an den Märkten, gute Unternehmen ins Auge zu fassen, die wir normalerweise nie kaufen können, weil sie in der Regel zu teuer sind. Es ist durchaus denkbar, dass Tweedy, Browne angesichts der hohen Marktvolatilität kurz- bis mittelfristig ein Technologieunternehmen als Value-Titel aufnimmt.

### **Sind Tech-Aktien noch nicht günstig genug?**

Wyckoff: Wir halten Alphabet, die Muttergesellschaft von Google. Wir haben sie 2012 gekauft, als das Unternehmen Schwierigkeiten hatte, seine Suchmaschine vom Desktop-Computer auf mobile Geräte zu übertragen. Seitdem halten wir an der Aktie fest, weil der innere Wert mit dem Aktienkurs Schritt gehalten hat. Zurzeit korrigieren die Valoren ebenfalls. Bei 2000 \$ oder darunter – sagen wir bei 1800 oder 1900 \$ – könnten sie unser Interesse erneut wecken.



Robert Wyckoff.

## **Was ist mit anderen FAANG-Namen wie Meta Platforms, der früheren Facebook, die ebenfalls korrigiert haben?**

Wyckoff: Wir haben uns Facebook angeschaut, und ohne die kürzlich veröffentlichten, enttäuschenden Gewinnzahlen wären wir womöglich interessiert gewesen, da das Unternehmen nur noch mit einem KGV von 14 gehandelt wird. Allerdings haben sich die Datenschutzeinstellungen auf Apple-Telefonen auf die Werbeeinnahmen ausgewirkt, und das verlangsamte Wachstum der Nutzerbasis macht uns Sorgen. Das Unternehmen investiert zudem eine Menge Geld in das Metaverse, das Projekt von CEO Mark Zuckerberg. Wir werden Meta weiterhin beobachten.

Shrager: Wir sind nicht gegen Technologieaktien. Wir analysieren einen Technologietitel wie jeden anderen Titel auch. Wie breit und tief ist der Burggraben, der das Unternehmen vor Wettbewerbern schützt? Wächst es? Wie sieht das Wettbewerbsumfeld aus, und vor allem: Ist es so bewertet, dass wir damit Geld verdienen können? Value-Investing ist im Grunde eine Entenjagd. Bei der Entenjagd sitzt man in einem Versteck und wartet. Wenn die Enten kommen, schießt man. Wenn sie nicht kommen, hat man nichts zu schießen. Wenn die Enten im Technologiesektor im Anflug sind, werden wir sie kaufen.

## **Wo haben Sie denn zugegriffen?**

Shrager: Wir haben einige neue Ideen in Japan und China gefunden. Auch in Europa und sogar in den USA sind Ideen in der Pipeline, was recht neu ist.

Nennen Sie uns einige Aktien?

Shrager: Ein Name aus Japan ist Nabtesco, ein Industrieunternehmen, das alle Arten von Präzisionsmaschinen herstellt, die in Fahrwerkssystemen für Flugzeuge, Bremssystemen für Züge und allen Arten von Getrieben für Industrieroboter eingesetzt werden. Nabtesco hat einen guten Track Record. Wir konnten die Aktie zum 8- bis 8,5-Fachen des Unternehmenswertes zum normalisierten Ebit kaufen. Nabtesco bietet eine Dividendenrendite von 2,5%, was für Japan eher hoch ist. Es ist selten, dass man ein Unternehmen dieser Qualität mit einer derartigen Wachstumsbilanz zu einer so günstigen Bewertung findet.

## **Was haben Sie noch in Japan gekauft?**

Shrager: Ein weiterer Kauf ist Nifco. Es stellt ein sehr einfaches Produkt her, nämlich Kunststoffverschlüsse, die in Autos und industriellen Anwendungen eingesetzt werden. Das Unternehmen wird mit einem EV-Ebit-Verhältnis von 8 gehandelt und bietet eine Dividendenrendite von etwa 2%. Es ist über die Jahre gewachsen und verfügt über eine sehr solide Bilanz mit mehr Barmitteln als Schulden.



Thomas Shrager. (Bilder: Tweedy, Browne)

### **Was sind die Chancen in den USA?**

Shrager: Interessant ist FMC Corporation, einer der grössten Hersteller von Agrarchemikalien wie Insektiziden und Pestiziden. Er ist auf kleinere Pflanzen wie Kohl, Salat und Tomaten spezialisiert. Uns gefällt, dass das Unternehmen einen bedeutenden Burggraben hat, der sich aus der Notwendigkeit ergibt, diese Chemikalien in jedem einzelnen Land registrieren zu müssen, auch in der Europäischen Union. Eine Registrierung in Belgien bedeutet nicht, dass man sich nicht auch in Portugal registrieren lassen muss. Der zweite Burggraben ist die Tatsache, dass die Behörden alle paar Jahre eine Neuregistrierung der Produkte verlangen, um sicherzustellen, dass sie mit den Umweltvorschriften in Einklang stehen. Der dritte Graben ist, dass die Produkte patentrechtlich geschützt sind. All dies macht es für Konkurrenten schwierig, in den Markt einzudringen. Wir haben die Aktie zum 10- bis 11-Fachen des Ebitda gekauft. Für Übernahmen von vergleichbaren Unternehmen wurde deutlich mehr bezahlt. Seit unserem Kauf ist der Kurs gestiegen, aber wir sind immer noch begeistert von den Aussichten.

### **Gibt es in den USA weitere Gelegenheiten?**

Wyckoff: Fedex ist Teil eines Oligopols mit DHL in Europa und UPS in den USA. Seit 2010 hat Fedex ihren Umsatz und ihr Ergebnis vor Zinsen und Steuern pro Aktie jährlich um 10 bis 12% gesteigert, seit 2015 ist sie aber bezüglich der Rentabilität etwas ins Straucheln geraten. In der Folge hat der Kurs gelitten, was es uns ermöglichte, die Aktie zu einem KGV von 9 zu kaufen, und das bei gedrückter operativer Marge.

Shrager: Fedex wollte alles überall hin liefern und hat dabei enorm viel in Lagerhäuser und in den Ausbau des Netzes investiert. Der Konzern ist undiszipliniert vorgegangen, das hat auf den freien Cashflow gedrückt und erhebliche Probleme verursacht.

### **Können diese Probleme behoben werden?**

Wyckoff: Chairman Fred Smith, der Fedex gegründet hat, ist als CEO zurückgetreten. Er übergab das Amt an seine Nummer zwei, Raj Subramaniam, der schon lange im Unternehmen ist und das Problem der Rentabilität angehen wird. Vor kurzem verlangte der aktivistische Investor D.E. Shaw zudem Veränderungen.

### **Hat D.E. Shaw bereits etwas bewirkt?**

Shrager: Fedex hat die Dividende um mehr als 50% angehoben. Zwei neue Verwaltungsräte wurden nominiert, und ein dritter wird im gegenseitigen Einvernehmen nominiert werden. Einer der Neuen ist Jim Vena, der ehemalige COO von Union Pacific. Die Eisenbahnen haben die Logistik in den letzten zehn Jahren dramatisch verbessert, und genau das muss Fedex auch tun. Wir hoffen, dass die neuen Verwaltungsräte und der neue CEO einen Wandel herbeiführen, denn die Probleme sind lösbar.

Wyckoff: Nach der Ankündigung von D.E. Shaw ist der Fedex-Aktienkurs nach oben geschnellt. Das Tolle am Value-Investing ist, dass bei einem Unternehmen, dessen Aktienkurs wegen kurzfristiger, aber lösbarer Probleme unter Druck steht, oft jemand einspringt und Druck auf Verwaltungsrat und Management ausübt, um die Probleme zu lösen.

## **Wo finden Sie in Europa attraktive Aktien?**

Wyckoff: Wir wurden vor allem in Nordeuropa fündig. In Finnland haben wir ein Unternehmen namens Kemira gekauft, das Chemikalien herstellt, die zur Reinigung von Abwässern verwendet werden und Trinkwasser sauberer machen. Unsere Aufmerksamkeit wurde durch die hohen Insiderkäufe des Family Office des CEO geweckt, das über die letzten Jahre mehr als 50 Mio. € in das Unternehmen investiert hat.

Shrager: Wir haben die Aktie zu rund dem 6,5-Fachen des Ebitda gekauft. Sie bietet eine Dividendenrendite von 5%. Als Unternehmen, das sowohl kommunale Abwässer als auch das Wasser von Industrieunternehmen wie Papier- und Zellstoffherstellern aufbereitet, passt es zum Thema Nachhaltigkeit. Kemira hofft, dass sie bis 2030 keine fossilen Brennstoffe mehr benötigt. Die Bewertung ist günstig – viele Übernahmen in der Branche wurden zu einem Verhältnis aus Unternehmenswert zum Ebitda zwischen 12 bis 14 getätigt. Die Bilanz ist äusserst solide mit einem Verhältnis aus Nettoschulden zum Ebitda von 1 für ein Unternehmen, das stabile und vorhersehbare Cashflows erzielt.

## **Was gibt Nordeuropa noch her?**

Wyckoff: Eine weitere Perle ist die schwedische SKF, einer der grössten Kugellagerhersteller der Welt mit einem Marktanteil von 20%. Das Unternehmen befindet sich teilweise im Besitz der Familie Wallenberg, die rund 14% der Aktien hält. Wir haben uns für die Aktie interessiert, als sie zu ungefähr dem 8-Fachen des normalisierten Betriebsergebnisses vor Steuern, zum 6-Fachen des normalisierten Ebitda und zu einem normalisierten KGV von etwa 9,5 gehandelt wurde. Das Geschäft ist attraktiv – Kugellager werden in fast allem verwendet, was sich dreht –, und SKF hat in den letzten Jahren hohe Renditen erzielt und einen starken freien Cashflow erwirtschaftet. Die meisten Wettbewerber sind höher verschuldet.

Shrager: Das Interessante ist, dass Kugellager im Vergleich zum Wert der Maschinen, in die sie eingebaut werden, relativ preiswert sind. Denken Sie an ein Kugellager, das in das Fahrwerk eines Flugzeugs eingebaut wird, im Verhältnis zum Wert des Flugzeugs. Aus diesem Grund gibt es eine gewisse Flexibilität bei der Preisgestaltung. Ausserdem gibt es

eine Markteintrittsbarriere, da man das Know-how benötigt, um die Maschinen zur Herstellung von perfekt runden Kugeln zu bauen. Das Geschäft ist bis zu einem gewissen Grad zyklisch, es ist aber dennoch attraktiv.

**Sie haben nicht über Schweizer Aktien gesprochen. Sind sie nicht günstig genug?**

Shrager: Nein, leider nicht. Das heisst aber nicht, dass wir uns nicht umsehen.

Wyckoff: Das Gewicht der Schweiz in einem typischen internationalen Portfolio ist immer noch hoch. Wir halten grösstenteils an unseren Positionen in Nestlé, Novartis, Roche, TX Group, Phoenix Mecano und Coltene fest.

**Roche und Novartis notieren nicht viel höher oder sogar unter dem Niveau von 2015. Ist das nicht eine Enttäuschung?**

Shrager: Der Pharmasektor im Allgemeinen hat sich in den letzten Jahren nicht so gut entwickelt. Einer der Gründe dafür ist Covid. Die Menschen konnten weniger zum Arzt gehen, was sich auf den Sektor ausgewirkt hat. Die Pandemie ist überwunden, und ich bin zuversichtlich, dass sich die Dinge für Roche und Novartis zum Positiven ändern werden, da beide über attraktive Produkte verfügen. Novartis leidet vor allem an einem Umsetzungsproblem.

**Inwiefern?**

Shrager: Das Management von Novartis hat einige bedeutende Fehler begangen. Es begann gut, indem es Geschäftsbereiche veräusserte, aber dann verlor es den Fokus auf den Pharmabereich. Nach einer schwachen Periode entwickeln sich die bestehenden Medikamente inzwischen gut. Was uns weiterhin optimistisch stimmt, ist die Pipeline von Novartis. Sie enthält enormes Potenzial.

**Welche Produkte sind am interessantesten?**

Shrager: Das am meisten übersehene Medikament in der Pipeline heisst Pelacarsen. Es befindet sich in klinischen Phase-3-Studien und zielt auf Lipoprotein A ab, eine Form von



Cholesterin, die vererbt wird. Es gibt kein Medikament, das diese Form des Cholesterins behandeln kann, und wenn es unbehandelt bleibt, kann es einen Herzinfarkt zur Folge haben, selbst wenn der Cholesterinspiegel in Ordnung ist. Wenn sich Pelacarsen als wirksam erweist, hat es ein Umsatzpotenzial von mehr als 10 Mrd. \$. Aber leider hat sich die Aufnahme in die Studie verzögert, und der Termin für die klinische Studie wurde von 2024 auf 2025 verschoben.

### **Was ist mit Roche?**

Shrager: Kürzlich gab es eine Enttäuschung bei einem Krebsmedikament, das in Kombination mit Tecentriq angewendet wird, aber die Studie war nicht überzeugend. Das Resultat bedeutet nicht, dass das Medikament nicht wirkt. Wir werden das Anfang nächsten Jahres wissen, und wenn es funktioniert – was ich glaube –, wird die Underperformance von Roche wahrscheinlich zu Ende sein. Das Management von Roche hat unglaublich gute Arbeit geleistet, indem es in den vergangenen Jahren den wegen des Patentablaufs verlorenen Umsatz von rund 35 Mrd. \$ mehr als ersetzt hat. Die Pipeline sieht gut aus, und Roche bietet 3% Dividendenrendite.

### **Sie haben erwähnt, dass Sie auch in China zugekauft haben. Ist dieser Markt überhaupt noch investierbar?**

Wyckoff: Wir glauben, dass man nach wie vor in China investieren kann, aber man muss sich der regulatorischen, politischen und wirtschaftlichen Risiken bewusst sein. Der Preis, den Sie zahlen, muss Sie daher für diese Risiken entschädigen. Deshalb passen wir die Multiplikatoren in der Regel an, die wir zur Bewertung chinesischer Unternehmen verwenden. Auf den so errechneten, konservativen inneren Wert verlangen wir trotzdem noch einen Abschlag von rund einem Drittel. Des Weiteren kontrollieren wir unser Risiko, indem wir im Erwerbszeitpunkt insgesamt nicht mehr als 5 bis 10% eines Portfolios in China investieren. Derzeit liegen wir bei 7 bis 8%.

### **Halten Sie an Titeln von Internetriesen wie Alibaba fest, die unter zunehmender Regulierung leiden?**

Wyckoff: Ja, denn sie sind im Vergleich zu ihren Konkurrenten in den USA ausserordentlich günstig. In vielen Portfolios halten wir Aktien von Tencent, Baidu und Alibaba, wo sie rund 3 oder 4% ausmachen. Ausserdem halten wir chinesische Unternehmen, die in Hongkong kotiert sind, wie den Snackhersteller Dali Foods, der billig ist und wächst. Zudem sind wir in ein hochwertiges Instantnudel-Unternehmen namens Uni-President investiert.

### **Sie machen sich keine Sorgen, dass China marktfeindlicher wird?**

Wyckoff: Wir glauben, dass Präsident Xi Jinping dem Wirtschaftswunder, das in den letzten 25 Jahren 800 Millionen Menschen aus der Armut befreit hat, nicht einfach den Rücken kehren wird. Das wichtigste Anliegen der Kommunistischen Partei ist politische Stabilität, und ein Ende des Wirtschaftswunders könnte zu sozialen Unruhen führen. Xi steht Ende Jahr eine Wahl bevor, bei der er voraussichtlich zum Präsidenten auf Lebenszeit ernannt wird, und wir hoffen, dass die Regulierung nach dieser Wahl nicht mehr so streng sein wird. Es gibt Anzeichen dafür, dass es bereits besser wird.

### **Was stimmt Sie positiv?**

Wyckoff: Liu He, einer der vertrauenswürdigsten Wirtschaftsberater Xis, hat kürzlich öffentlich gesagt, dass die regulatorische Kontrolle von Unternehmen wie Alibaba vielleicht zu intensiv gewesen sei. Er sei an der Zeit, einen Schritt zurückzutreten und diese Unternehmen arbeiten zu lassen. Sie spielten eine wichtige Rolle in China. Diese Äusserungen stimmen optimistisch.

Shrager: Natürlich leiden alle unsere Unternehmen in China unter der wirtschaftlichen Verlangsamung, die durch die Lockdowns, die Schwäche im Immobiliensektor und bestimmte politische Verlautbarungen verursacht wurde. Aber nicht nur Liu He, sondern auch Premierminister Li Keqiang betonte jüngst die Bedeutung des Wirtschaftswachstums. In den letzten Monaten scheint es eine Bewegung hin zu mehr Kapitalismus gegeben zu haben. Unsere Unternehmen sind von der Konjunkturabschwächung betroffen, aber sie werden zu lächerlich tiefen Bewertungen gehandelt. Uns werden Namen wie Baidu präsentiert, die zum halben Wert einer vernünftig berechneten Summe der Einzelteile notieren. Viele dieser Unternehmen verfügen über Nettobarmittel und kaufen Aktien zurück.

**Sie haben mehrfach Insiderkäufe erwähnt. Wie wichtig sind sie für Ihre Aktienauswahl?**

Shrager: Es gibt Studien, die darauf hindeuten, dass man zwei bis drei Jahre lang eine Outperformance erzielen kann, wenn man in Titel investiert, die günstig bewertet sind und bei denen Insider im grossen Stil zukaufen. Das legt auch der gesunde Menschenverstand nahe. Warum sollte der CEO Aktien seines Unternehmens kaufen, wenn er nicht glaubt, dass es sich gut entwickeln wird? Zwei bis drei Jahre sind der Zeitraum, in dem Führungskräfte in der Regel wissen, ob es dem Unternehmen gut gehen wird oder nicht.

Wyckoff: Wir nutzen Insiderkäufe schon seit mehr als dreissig Jahren. In letzter Zeit sind sie wegen der grossen Unsicherheit an den Märkten sogar noch wichtiger geworden. Es ist bei einem Titel, den wir für unterbewertet halten, beruhigend zu wissen, dass wesentliche Käufe von sachkundigen Insidern getätigt wurden, die mehr als jeder andere über das Unternehmen wissen.

*Copyright: The Market*

Vertreter in der Schweiz: FIRST INDEPENDENT FUND SERVICES LTD., Klausstrasse 33, 8008 Zürich, Schweiz.  
Zahlstelle in der Schweiz: NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1/am Bellevue, P.O. Box, CH-8024, Zürich, Schweiz.  
Der Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen, die Satzung sowie die Jahres- und Halbjahresberichte sind kostenlos beim Vertreter in der Schweiz erhältlich.

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro), Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) und Tweedy, Browne Global High Dividend Fund sind Teilfonds von Tweedy, Browne Value Funds, einer nach den Gesetzen des Großherzogtums gegründeten SICAV Luxemburg.

## Grösste Positionen in den Fonds von Tweedy, Browne

Top 20 Positionen, per 31. Mai 2022

<b>International Value Fund (CHF)</b>	<b>International Value Fund (EUR)</b>	<b>Global High Dividend Value Fund (EUR)</b>
Berkshire Hathaway	Berkshire Hathaway	Nestlé
Nestlé	Alphabet	Diageo
Diageo	BAE Systems	TotalEnergies
Alphabet	AutoZone	BAE Systems
Alphabet	Heineken	GlaxoSmithKline
GlaxoSmithKline	CNH Industrial	Johnson & Johnson
TotalEnergies	Nestlé	Unilever
United Overseas Bank	Safran	Trelleborg
Roche	DBS Group	Safran
BAE Systems	United Overseas Bank	Roche
CNH Industrial	Scor	Scor
Heineken	Trelleborg	Rubis
Safran	Alphabet	Zurich Insurance
Rubis	Diageo ADR	BASF
SOL	Rubis	Jardine Matheson
DBS Group	TotalEnergies	Intel
Scor	SOL	United Overseas Bank
Fresenius SE	Diageo	Munich Re
Novartis	Nestlé	Kemira
Heineken	Fresenius SE	Fresenius Medical Care

*Alphabet wird in zwei verschiedenen Aktienkategorien aufgeführt.*

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Tweedy, Browne