

INTERVIEW

«Als Value-Investoren kaufen wir gerne ausserhalb der USA»

Thomas Shrager und Jay Hill, Partner der New Yorker Value-Boutique Tweedy Browne, teilen ihre Anlageideen und sagen, was ihnen an Roche, Nestlé, Rheinmetall, Fresenius und Berkshire Hathaway gefällt.

Mark Dittli

01.07.2025, 03.35 Uhr

English version

Value-Investoren haben es nicht einfach. Wenn an den Börsen «heisse» Themen – beispielsweise künstliche Intelligenz – dominieren, dann spielt die Bewertung in den Augen vieler Anleger kaum eine Rolle. Doch das kann trügerisch sein: In der langen Frist ist die Bewertung zum Kaufzeitpunkt eine der wichtigsten Determinanten für die Anlageperformance.

Die Manager der traditionsreichen New Yorker Value-Boutique Tweedy Browne lassen sich von Moden nicht aus der Ruhe bringen, sondern halten geduldig Ausschau nach Unternehmen, deren Aktien missachtet werden und die unter ihrem inneren Wert handeln. So haben sie beispielsweise die europäischen Rüstungswerte Rheinmetall und Safran lange vor dem Krieg in der Ukraine gekauft, als viele Investoren nichts von den Titeln wissen wollten.

Im Gespräch mit The Market sagen die Tweedy-Manager Thomas Shrager und Jay Hill, wie sie das gegenwärtige Marktumfeld einschätzen und wo sie derzeit die attraktivsten Anlagen finden.



«Wir sind geduldig mit Nestlé, die Substanz stimmt. Alles, was derzeit nicht gut läuft, ist reparabel.»: Thomas Shrager.

Bild: Tweedy Browne

Herr Hill, Herr Shrager, wie schätzen Sie das gegenwärtige Marktumfeld ein?

Jay Hill: Die wichtigste Erkenntnis ist, dass Aktien ausserhalb der Vereinigten Staaten deutlich günstiger sind. Wir finden die besten Value-Gelegenheiten ausserhalb der USA. Die Story des «American Exceptionalism» in den letzten Jahren – besonders seit 2021 – wurde zu einem beträchtlichen Teil durch eine nicht nachhaltige Fiskalpolitik getragen. Zwischen 2021 und 2024 betrug das durchschnittliche Haushaltsdefizit der USA etwa 8% des BIP. Das hat zu einem schnelleren Wachstum der Unternehmensgewinne beigetragen. Aber das ist nicht

dauerhaft tragfähig. Als Value-Investoren kaufen wir gerne ausserhalb der USA.

Wo sehen Sie attraktive Gelegenheiten?

Hill: Meiner Meinung nach ist der attraktivste westliche Aktienmarkt das Vereinigte Königreich. Der britische Aktienmarkt ist mit einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13 bewertet, in den USA liegt das KGV auf fast 24. In 46 der letzten 47 Monate haben britische Aktienfonds Abflüsse erlitten – es gab also in grossem Stil Zwangsverkäufe. Grossbritannien ist das Spiegelbild der USA. Wo wird man wahrscheinlicher ein Schnäppchen finden: in den USA, wo ständige passive Zuflüsse die Bewertungen immer weiter nach oben treiben, oder in Grossbritannien? Ich bevorzuge den letzteren Markt.

Der Bewertungsbonus der USA im Vergleich zu Europa besteht seit Jahren. Warum sollte sich das ändern?

Hill: Ein Aktienmarkt, der zum 24-fachen Gewinn gehandelt wird, ist «priced for perfection». Derzeit haben wir einen Präsidenten, der ständig seine Meinung ändert, was für Unsicherheit sorgt. Es ist äusserst unwahrscheinlich, dass die wirtschaftliche Entwicklung perfekt verlaufen wird. Wenn Aktien für Perfektion bewertet sind, können sie bei jeder negativen Nachricht stark fallen.

Thomas Shrager: Der Preis, den man für Aktien bezahlt, ist entscheidend für die langfristige Performance. Das

Haushaltsdefizit in den USA ist nicht haltbar, die Zinsen steigen. Importzölle sind nicht förderlich für das Wirtschaftswachstum, selbst wenn es «nur» 10% Basiszoll sind – das ist de facto eine allgemeine Steuererhöhung. Wie Jay sagte: Ein wichtiger Grund für die Überperformance des US-Aktienmarktes war unverantwortliche Fiskalpolitik. Das muss sich ändern. Ich weiss nicht, wann das passiert, aber angesichts all dessen sind die Bewertungen in den USA zu hoch. Im Vergleich dazu sind Aktien in Europa und Japan unterbewertet, während die Wirtschaft fiskalpolitisch eher noch Rückenwind erhält.

Trotzdem: Diese Argumente könnten Sie auch vor drei oder fünf Jahren gemacht haben. Was bringt jetzt die Wende?

Shrager: Ich weiss nicht, was der Auslöser sein wird oder wann er kommt, aber: Als 2022 die Zinsen stiegen, gab es eine grosse Korrektur am Aktienmarkt. Steigende Zinsen könnten also ein Auslöser sein. Ein weiteres Thema: Tech-Unternehmen investieren Hunderte Milliarden Dollar in Rechenkapazitäten für KI. Es ist unklar, welche Renditen diese Investitionen abwerfen werden. Ein zweiter Auslöser könnten also die Fundamentaldaten sein – wenn Anleger merken, dass sich die KI-Investitionen nicht auszahlen. Vielleicht funktioniert es, vielleicht nicht – ich weiss es nicht.

Sie halten mehrere Pharmawerte in Ihren Fonds. Roche und Novartis zählen zu den grössten Positionen. Die Branche leidet unter der Unsicherheit, die Präsident Trump im Gesundheitssektor verursacht. Wie gehen Sie damit um?

Shrager: Trump greift viele Branchen an. Wenn man als Investor mit politischer Unsicherheit konfrontiert ist, sollte man sich auf die Fundamentaldaten konzentrieren. Diese Pharmaunternehmen verfügen über gute Entwicklungspipelines, ihre Medikamente bieten echte Vorteile. Ich denke nicht, dass sie mittelfristig stark unter Importzöllen leiden werden, da sie in den USA produzieren können. Novartis und Roche haben grosse Produktionsanlagen in den USA und besitzen von der Gesundheitsbehörde FDA zertifizierte Standorte – das heisst, sie können bei Bedarf expandieren. Die grösste Gefahr wäre, wenn Trump es schafft, internationale Preise auf dem US-Arzneimittelmarkt durchzusetzen. Aber ich denke nicht, dass das passieren wird – es gibt zu viele mächtige Interessen, die dagegen sind.

Sie waren früher kritisch gegenüber dem Management von Roche. Wie beurteilen Sie den neuen CEO Thomas Schinecker?

Shrager: Ich bin sehr zufrieden mit der neuen Führung bei Roche. In der Vergangenheit hat das Management in der Produktentwicklung und in klinischen Tests vieles überstürzt und dadurch grosse Chancen verpasst. Das neue Management ist sich dessen bewusst und macht es besser. Ich bin mit dem eingeschlagenen Kurs zufrieden.

Der Aktienkurs von Roche kommt aber kaum vom Fleck.

Shrager: Geben Sie Schinecker noch etwas Zeit. Die wichtigste Frage ist: Wird die Medikamentenpipeline künftig für Wachstum sorgen? Die Antwort ist ja. Ich bin optimistisch hinsichtlich der Strategie von Roche im Bereich Abnehm-Medikamente. Wenn sich die Pipeline so

entwickelt, wie ich es erwarte, wird Roche ein hochdifferenziertes Produkt auf den Markt bringen. Die meisten «Ozempic»-ähnlichen Mittel sorgen für Gewichtsverlust, aber auch für Muskelabbau – und das ist schlecht. Die Medikamente, an denen Roche arbeitet, versuchen, den Muskelverlust zu minimieren. Das ist wichtig. In den nächsten Jahren erwarte ich ein Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich und ein noch höheres Ebit-Wachstum.

Waren Sie versucht, Novo Nordisk zu kaufen, als die Aktie in den vergangenen Monaten schwächelte?

Shrager: Nein. Novo wurde nie billig genug.

Ein weiterer Gesundheitswert in Ihrem Portfolio ist die deutsche Fresenius. Nach schwierigen Jahren scheint der Turnaround endlich zu greifen. Sind Sie zufrieden?

Shrager: Wenn ich einen Wunsch anbringen könnte, dann wäre es, dass Fresenius die Beteiligung an Fresenius Medical Care vollständig abstossen sollte. Aber ich bin realistisch: Die kontrollierenden Aktionäre wollen das derzeit nicht. Was ich sagen kann: Der neue CEO Michael Sen ist ein echter Glücksfall. Er führt das Unternehmen sehr gut. Fresenius hat in die Produktion von Biosimilars investiert. Diese Strategie erforderte zu Beginn viel Geld, aber sie war erfolgreich. Jetzt hat der Konzern die Zulassung für ein Biosimilar für Humira – ein Bestseller gegen Rheuma. Das Kerngeschäft Fresenius Kabi läuft wieder gut, auch das Spitalgeschäft ist solide. Das Hauptproblem bleibt Fresenius Medical Care: GLP-1-Medikamente haben offenbar einen positiven Einfluss auf

die Nierengesundheit, was die Nachfrage nach Dialyseleistungen dämpft. Vielleicht stimmen die Eigentümer irgendwann doch einer Abspaltung zu. Derzeit sind die Fresenius-Aktien fair bewertet.

Ihre grösste Position im International Value Fund ist Nestlé. Die Aktie hat gelitten, CEO Mark Schneider wurde letztes Jahr entlassen. Wie geht es weiter?

Shrager: Nestlé sollten wir in einem Jahr wieder besprechen. Die ersten Signale sind positiv. Der neue CEO Laurent Freixe ist ein Nestlé-Insider, kennt das Unternehmen sehr gut, hat breite Erfahrung gesammelt. Er sagt die richtigen Dinge. Herr Freixe muss sich auf Wachstumsfelder konzentrieren und schneller reagieren, wenn Geschäftsbereiche wie Wasser oder Health Science nicht rentabel genug sind – dann sollte man sie verkaufen oder in ein Joint Venture überführen. Mal sehen, wo wir in zwölf Monaten stehen. In der Zwischenzeit zahlt Nestlé eine Dividendenrendite von 3,6%. Wir sind geduldig – die Substanz stimmt. Alles, was derzeit nicht gut läuft, ist reparabel.

Welche Aktien haben Sie zuletzt gekauft?

Hill: Ein grossartiger Value-Case ist Johnson Service Group, JSG, ein britisches Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von rund 600 Mio. £. JSG ist im Bereich industrielle Wäscherei für Mitarbeiteruniformen sowie Hotels und Restaurants tätig. In den USA gibt es drei grosse Player: Cintas, UniFirst und Vestis. Wir investieren seit zwanzig Jahren erfolgreich in diesem Sektor. Cintas ist eine Perle, seit Jahrzehnten eine der besten Aktien im S&P

500. Aus unserer Sicht ist Johnson Service Group das britische Gegenstück zu Cintas. Aber während Cintas mit einem KGV von 50 bewertet ist, handelt JSG nur zum 12-fachen Gewinn.



«Berkshire Hathaway hatte einen grossartigen Lauf, aber die Aktien sind inzwischen fair bewertet»: Jay Hill.

Aktuell liegt das EV/Ebitda-Multiple bei 9 – vergleichbare M&A-Transaktionen in Europa lagen im Schnitt bei 15. Zum aktuellen Kurs notiert JSG bei rund 70% des inneren Werts. Die Bilanz ist stark, und in den letzten Jahren haben Insider, auch der CEO, Aktien gekauft. Das ist ein gutes Zeichen. CEO Peter Egan ist einer der kompetentesten CEOs, die ich je getroffen habe.

Wie sieht das Wettbewerbsumfeld aus?

Hill: Johnson hält einen Marktanteil von 45% im britischen Workwear-Segment. Es gibt nur einen wesentlichen Konkurrenten in diesem Bereich: Elis, ein Unternehmen aus Frankreich. Als kotiertes Unternehmen agiert Elis in Bezug auf Preiswettbewerb rational. Das Workwear-Segment ist ein Duopol, in dem Johnson und Elis über 80% des britischen Marktes kontrollieren. Im Bereich Hotelwäsche hat Johnson einen Marktanteil von 25%. Saubere Bettwäsche ist für jedes Hotel ein grundlegender Service, und die meisten Hotels in Grossbritannien verfügen über keine eigene Wäscherei.

Warum wird das Unternehmen so günstig bewertet?

Hill: Vor der Covid-Pandemie erzielte Johnson Ebita-Margen von 14% bis 15%. Seit dem Ende der Pandemie haben sich die Margen nur auf etwa 12% erholt. Hauptgrund dafür sind die hohen Energiekosten, besonders für Erdgas, infolge des Kriegs in der Ukraine. Doch da die Energiepreise für JSG dank vorausschauender Hedging-Verträge nun sinken, ist es sehr wahrscheinlich, dass sich die Margen wieder ausweiten. Der Verwaltungsrat hat sich klar dazu bekannt, bis 2026 wieder eine Ebita-Marge von 14% zu erreichen. Zudem setzt Johnson Kapital für Aktienrückkäufe ein, solange die Bewertung an der Börse günstig ist. Wir mögen Unternehmen, die in solchen Phasen klug Titel zurückkaufen.

Warum bevorzugen Sie Rückkäufe gegenüber Dividenden?

Hill: Wenn wir als Aktionäre einen Dollar Dividende erhalten, erhalten wir – steuerlich unbeachtet – einen Dollar an Wert. Wenn ein Unternehmen stattdessen Aktien unterhalb des inneren Werts zurückkauft, dann bedeutet ein investierter Dollar mehr als ein Dollar Wert für die verbleibenden Aktionäre. Entscheidend ist, dass die Rückkäufe erfolgen, wenn die Aktien mit einem hohen Abschlag zum inneren Wert gehandelt werden.

Was haben Sie noch gekauft?

Shrager: Hana Financial Group, eine Bank in Korea. Wir haben bei einem Kursniveau gekauft, das etwa 20% des Buchwerts entsprach, heute notiert die Aktie bei etwa 50%

des Buchwerts. Die Dividendenrendite liegt bei 7%, das KGV bei etwa 7. Vor vier Jahren lag die Eigenkapitalrendite bei viel zu tiefen 4%, heute bereits auf 8%. Ich gehe davon aus, dass sie in den nächsten Jahren 10% erreichen wird, dann sollten die Titel zum Buchwert gehandelt werden. Wie Sie wissen, werden Unternehmen in Korea – genau wie in Japan – von der Regierung neuerdings angehalten, ihren Aktionärswert zu steigern.

Noch eine Idee?

Shrager: Prudential, ein Versicherer mit Sitz in London. Früher war es ein globales Unternehmen, aber inzwischen hat sich Prudential weitgehend auf Lebens- und Krankenversicherungen in Asien fokussiert. Chinesische Bürger dürfen pro Jahr umgerechnet 50'000 Dollar aus dem Land bringen. Viele gehen damit nach Hongkong und kaufen dort Lebensversicherungen auf Dollarbasis. Hongkong und Singapur machen rund 50% des Geschäfts von Prudential aus. Der Rest entfällt auf Länder wie Malaysia, Indonesien und Thailand. In Asien sind die Menschen generell unterversichert – das bedeutet grosses Wachstumspotenzial dank einer expandierenden Mittelschicht. Das Management von Prudential ist stark auf den Aktionärswert fokussiert. Wenn ein Geschäftsbereich keine ausreichende Rendite bringt, wird er abgestossen. Das gefällt mir. Auch hier haben Insider kürzlich Aktien gekauft.

Haben Sie zuletzt etwas Interessantes in der Schweiz oder Deutschland gefunden?

Shrager: Wir sind gerade dabei, Aktien eines kleinen Schweizer Unternehmens zu kaufen. Aber ich kann den Namen noch nicht nennen, weil wir immer noch aufbauen.

Sie halten Rheinmetall und Safran seit vielen Jahren. Beide Aktien sind zuletzt durch ihre Rüstungsaktivitäten stark gestiegen. Wie gehen Sie als Value-Investoren damit um?

Shrager: Wir haben Rheinmetall vor dem Krieg in der Ukraine gekauft. Damals bestand das Unternehmen aus einem Automobil- und einem Rüstungsbereich, aber die Börse bewertete Rheinmetall wie einen reinen Autozulieferer mit einem niedrigen Gewinn-Vielfachen. In den letzten drei Jahren ist der Aktienkurs durch die Decke geschossen, und wir haben unsere Position schrittweise reduziert.

Sind die Aktien nicht völlig überbewertet?

Hill: Das konnte man in den letzten drei Jahren fast immer sagen. Solange die Welt instabil ist und der Konsens besteht, dass Europa mehr in Verteidigung investieren muss, hat Rheinmetall gute Wachstumschancen. Die Waffenlager sind leer – es muss nachgeholt werden, was 30 Jahre lang vernachlässigt worden ist. Aber ja, die Aktien sind teuer, deshalb trimmen wir die Position ab und zu.

Gilt das auch für die französische Safran?

Hill: Safran ist ein hochwertiges Unternehmen, etwa 20% des Umsatzes stammen aus dem militärischen Bereich – zum Beispiel Triebwerke für Rafale-Kampffjets,

Hubschrauber und Raketen. Der Hauptumsatztreiber ist aber die Wartung von Triebwerken für Airbus-320 und Boeing-737. Wie Sie wissen, haben Airbus und Boeing derzeit Probleme mit ihren Lieferketten, sie können nicht schnell genug neue Flugzeuge bauen. Das bedeutet: Die bestehende Flugzeugflotte muss länger in Betrieb bleiben, also ist mehr Wartung notwendig. Das Management von Safran ist bekannt dafür, konservativ zu prognostizieren und die Erwartungen dann zu übertreffen. Die Aktien handeln derzeit etwas über dem inneren Wert, deshalb haben wir die Position etwas getrimmt.

Berkshire Hathaway ist weiterhin eine grosse Position in Ihren Fonds. Der Aktienkurs ist seit Anfang Mai, als Warren Buffett seinen Rückzug angekündigt hat, um rund 10% gefallen. Wird Berkshire den Zauber verlieren?

Hill: Berkshire hatte einen grossartigen Lauf, aber die Aktien sind inzwischen fair bewertet. Glauben Sie nicht mir, sondern Warren: Das Unternehmen kauft derzeit keine Aktien zurück. In der Vergangenheit war Buffett immer sehr klar: Wenn die Aktie unter dem inneren Wert notiert, wird zurückgekauft. Das passiert momentan nicht – also ist die Aktie wohl fair bewertet. Das Unternehmen sitzt auf einem riesigen und weiter wachsenden Cash-Bestand. Buffett sagte bei der letzten Generalversammlung, dass die USA mit einer nicht haltbaren Schuldenlast arbeiten. Irgendwann wird das enden – vielleicht in einer Krise. Er sagte, er wisse nicht, ob in einem Monat oder in fünf Jahren – aber es werde dereinst wieder zu Panik an den Finanzmärkten kommen. Dann wird Berkshire zuschlagen. Der Konzern hat den Willen und die Mittel, zu investieren. Greg Abel, der künftige CEO, ist ein exzellenter Manager

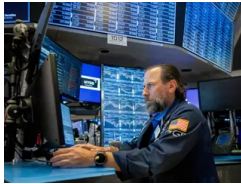
und ein fähiger Kapitalallokateur. Auch Ted Weschler und Todd Combs, die beiden Investmentmanager, sind sehr gut.

Shrager: Ausserdem bleibt Buffett Chairman. Wird er in jedes Detail involviert sein? Kaum, aber er hat sich schon in den letzten Jahren schrittweise zurückgezogen. Aus unserer Sicht ist Berkshire heute ein besserer Indexfonds – mit 350 Mrd. \$ Cash. Wir reduzieren unsere Position etwas, aber wir werden nicht aussteigen.

Grösste Positionen in den Fonds von Tweedy Browne

Die jeweils 10 grössten Positionen, per Ende Mai 2025

International Value Fund	Value Fund	High Dividend Value Fund
Nestlé	Berkshire Hathaway	Nestlé
BAE Systems	Roche	BAE Systems
Roche	Wells Fargo	Roche
Heineken	TotalEnergies	Kemira
United Overseas Bank	Safran	Safran
Safran	Nestlé	Rubis
Novartis	United Overseas Bank	Diageo
TotalEnergies	BAE Systems	Novartis
CNH Industrial	Rubis	DBS Group
DHL Group	DHL Group	DHL Group

**INTERVIEW****«Der S&P 500 dürfte vor einem verlorenen Jahrzehnt stehen»**

Seit Anfang Jahr schneiden Value-Aktien besser ab als Wachstumstitel. Im Gespräch erklären vier Value-Spezialisten, weshalb das Comeback der Substanzwerte diesmal nachhaltig sein dürfte, warum sie Europa bevorzugen und wo die hohen Kursschwankungen Chancen eröffnet haben.

Gregor Mast 27.06.2025

**INTERVIEW****«Abseits des Mainstreams finden sich teils absurd günstige Gelegenheiten»**

Stefan Rehder, Gründer der Münchner Investment-Boutique Value Intelligence Advisors, hält die Börsenschwergewichte für gefährlich überbewertet. Er sucht deshalb nach Qualität in vernachlässigten Werten, von denen es derzeit viele gibt.

Gregor Mast 26.02.2025



**INTERVIEW****«Novo Nordisk wird über die kommenden fünf Jahre gut wachsen»**

Die Pariser Fondsboutique Comgest investiert in Wachstumswerte wie Novo Nordisk oder Nemetschek. Manager Wolfgang Fickus erklärt, warum der dänische Pharmakonzern gerade jetzt spannend ist, Straumann von der Angst vor dem Zahnarzt profitiert und Adidas kein Thema ist.

Arne Gottschalck 23.06.2025

**INTERVIEW****«Die Goldhaussa ist erst gerade in die zweite Halbzeit eingetreten»**

Ronald-Peter Stöferle, Partner des Liechtensteiner Vermögensverwalters Incrementum, erklärt im Interview, warum der Bullenmarkt in Gold noch lange nicht vorbei ist, nun aber Silber, Minenaktien und Rohstoffe die Führung übernehmen dürften.

Gregor Mast 19.06.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.