

**Große Bergfreiheit:** Der Gipfelgrat gibt den Blick frei für noch höhere Ziele in der Zukunft

# Vor neuen Gipfeln

Die großen Tech-Konzerne sind riesige **Cash-Maschinen**. Der Siegeszug der KI und neue Produkte beflügeln sie zusätzlich – was das für den Barmittelzufluss und die Kurse bedeutet

**W**er in der unübersichtlichen Welt von heute finanzielle Freiheit erreichen will, sollte auf das Bauen, was in einer Unternehmensbilanz die klarste Sprache spricht: den Barmittelzufluss (Cashflow). Euro stellt mit Alphabet, Amazon, Apple, Meta und Microsoft fünf absolute Cash-Maschinen vor. Die Zinsentwicklung lässt sie kalt. Denn insbesondere „Hoffnungsfirmen“, deren erwartete Cashflows in ferner Zukunft liegen, leiden, wenn die Zinsen steigen und danach hoch bleiben. „Da man das Geld während der Wartezeit ja

auch anderweitig anlegen könnte, ergibt es Sinn, diese zukünftigen Zahlungsströme abzuzinsen“, erläutert Vermögensverwalter Dominikus Wagner. „Wenn der Zinssatz für ein solches Diskontierungsmodell steigt, vermindert das den Wert zukünftiger Gewinne und Cashflows erheblich.“ Wagner ist Co-Manager des Wagner & Florack Unternehmerrfonds AMI P A (WKN: A2H9BB), zu dessen Top-5-Positionen Apple, Microsoft und Alphabet zählen. „Wer wie im Fall unserer Tech-Firmen alle vier oder fünf Jahre den Free Cashflow verdoppelt, muss bei der Discounted-Cashflow-Ber-

trachtung – im Gegensatz zu „Hoffnungsfirmen“ – keine Sorge vor einem höheren risikofreien Zins haben.“ Die Margen seien dauerhaft hoch, auch in Rezessionen, „weshalb sie über alle Konjunkturzyklen hinweg gut verdienen“.

Euro listet für die fünf Tech-Cash-Maschinen die erwarteten operativen Cashflows auf und multipliziert sie mit dem durchschnittlichen Kurs-Cashflow-Verhältnis (aktuelles KCV plus KCV der Jahre 2018 bis 2022, geteilt durch 6) – und kommt so zu den Kurszielen, die für die Giganten bis 2027 möglich erscheinen (siehe zum Beispiel rechts bei Alphabet).

## Neuer Daten-Goldrausch

Google, Android, Youtube und Co: Wer mit künstlicher Intelligenz reüssieren will, braucht Unmengen an Daten – die hat Alphabet. Zudem forscht der Konzern schon seit Jahren an KI, jetzt muss er seine PS auf die Straße bringen

**S**o viel mehr als Google: Die Holding-Gesellschaft Alphabet ist vor allem als Mutter der weltgrößten Suchmaschine bekannt. Aber das Handy-Betriebssystem Android und die Videoplattform Youtube sind kaum weniger prominent. Zudem verdient Alphabet so viel Geld mit Google, dass es große Wetten auf die Zukunft finanzieren kann, zum Beispiel die Firma Waymo, die als möglicher künftiger Marktführer beim autonomen Fahren gilt. Mit all seinen Aktivitäten sammelt Alphabet Unmengen von Daten, idealer Nährboden sowohl für das Training künstlicher Intelligenz als auch für die Anwendung von KI in allen Diensten, von der Suchmaschine bis zur Google Cloud. Als Kontrahenten für ChatGPT hat Alphabet schon den Dienst Bard vorgestellt.

Die KI-Chancen von Alphabet sind nicht unumstritten. Skeptiker verweisen auf die stärkere Konkurrenz für Google durch Microsofts Suchmaschine Bing. „Nach der medial geschickt inszenierten Lancierung der KI-Software ChatGPT prophezeiten manche Kommentatoren und Analysten – ungeachtet der technologischen Führungsrolle der Alphabet-Tochter Google im KI-Bereich – bereits den Anfang vom Ende von Google als dominierende Suchmaschi-

ne“, räumt Fondsmanager Dominikus Wagner ein. Er hält das für voreilig, „denn Google ist nicht nur die unangefochtene Nummer 1 unter den Suchmaschinen, sondern vor allem eine Macht im KI-Bereich, die man nicht unterschätzen sollte“. Ohne Alphabets Tochter Google gehe bei KI kaum etwas. Google forscht seit Jahren daran und hat auf der jüngsten Entwicklerkonferenz mit einer regelrechten Kanonade an neuen KI-Produkten geantwortet. Vermögensverwalter Wagner urteilt sogar: „Beim Thema KI sehen wir Google in der Poleposition.“

Die hohe Cash-Generierung kann jedenfalls den Alphabet-Kurs weiter antreiben. Die von Sundar Pichai gelenkte Datenkrake zog 2022 aus knapp 283 Milliarden Dollar Umsatz einen operativen Cashflow von fast 92 Milliarden Euro. Der Kurs soll binnen fünf Jahren auf 432 Milliarden Dollar wachsen, der operative Cashflow dann knapp 160 Milliarden Dollar erreichen. Daraus errechnet sich bei einem durchschnittlichen Kurs-Cashflow-Verhältnis von 19 (Durchschnitt des aktuellen Werts und der KCVs der vergangenen fünf Geschäftsjahre) ein Kursziel von 263 Dollar für die A-Aktie – der Kurs könnte sich damit gegenüber heute mehr als verdoppeln.



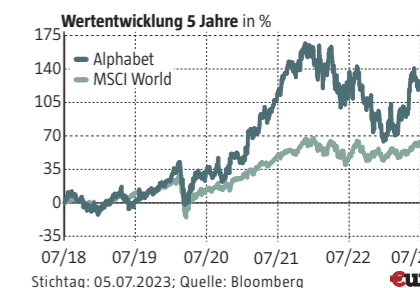
**Alphabet-Chef Sundar Pichai:** Bei KI für manche Experten an der Spitze

<b>WKN</b>	A14Y6F
<b>Kurs</b>	109,56 €
<b>Börsenwert</b>	1,401 Bill. €
<b>KGV 2024 (geschätzt)</b>	17,4
<b>Kurs-Buchwert-Verhältnis</b>	5,2
<b>Dividendenrendite</b>	–
<b>Eigenkapitalrendite</b>	23,6 %
<b>Bruttospanne</b>	67,0 %

**Cashflow schwillt an** Wächst der Aktienkurs mit, sind 241 Euro bis 2027 drin

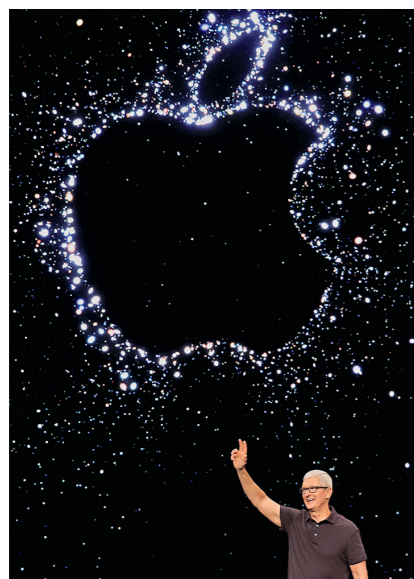
Jahr	Umsatz in Mrd. \$	Operativer Cashflow in Mrd. \$	Anzahl Aktien im Umlauf in Mrd.	Op. Cashflow je Aktie in \$	Kurs-Cashflow-Verhältnis <sup>1</sup>	Kurs Jahresende in \$/€
2022	282,8	91,652	13,172	6,96	19,00	132,20/121,28
2023	301,7	99,654	12,743	7,82	19,00	148,59/136,32
2024	330,6	120,702	12,442	9,70	19,00	184,32/169,10
2025	360,9	133,410	12,148	10,98	19,00	208,66/191,43
2026	394,6	146,136	11,852	12,33	19,00	234,28/214,94
2027	432,4	159,686	11,556	13,82	19,00	262,55/240,87

Stichtag: 03.07.2023; <sup>1</sup>Durchschnitt aktuell sowie Jahre 2018 bis 2022; Quelle: Bloomberg, UBS, eigene Berechnungen



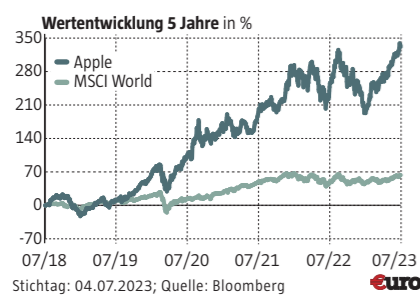
## Eine Frage des Ökosystems

Nach ihren jüngsten neuen Rekordhochs ist die **Apple**-Aktie selbst gemessen an der eigenen Historie ambitioniert bewertet. Andererseits gelingt es dem Konzern, zwei Milliarden Nutzer für immer mehr kostenpflichtige Services zu gewinnen



**Magier:** Apple-Chef Tim Cook hat den Börsenwert in neue Sphären gehoben

<b>WKN</b>	865985
<b>Kurs</b>	176,60 €
<b>Börsenwert</b>	2,777 Bill. €
<b>KGV 2024 (geschätzt)</b>	29,3
<b>Kurs-Buchwert-Verhältnis</b>	51,8
<b>Dividendenrendite</b>	0,5 %
<b>Eigenkapitalrendite</b>	175,5 %
<b>Bruttospanne</b>	43,3 %



Im Juni wurde sie endlich vorgestellt: die Apple-Brille für die erweiterte Realität (Augmented Reality, AR). „Die ‚Vision Pro‘ soll mit einem Mixed-Reality-Modus die Grenzen zwischen Realität und Illusion verfließen lassen“, umschreibt Vontobel die größte Apple-Neuerung seit vielen Jahren. „Neben einer Vielzahl von integrierten Kameras sowie einem leistungsstarken Chip sollen insbesondere die 4K-OLED-Displays (eines pro Auge) dem Benutzer ein einzigartiges Erlebnis bieten.“ Kostenpunkt: 3499 Dollar. Die Brille wird frühestens Anfang nächsten Jahres auf den Markt kommen. Die Apple-Gemeinde wettet jedoch schon auf den Erfolg – Ende Juni erreichte die Aktie ein neues Rekordhoch und der Konzern erstmals auf Schlusskursbasis mehr als drei Billionen Dollar Börsenwert. Die Fangemeinde von der Wall Street hält treu zur iPhone-Company – von 2020 bis 2022 ist der Anteil des Geschäfts mit iPhones bei Apple noch einmal von 50 auf 52 Prozent gestiegen (1. Halbjahr 22/23: 55 Prozent). Dominikus Wagner, Manager des Wagner & Florack Unternehmerfonds, rät, den Blick zu weiten: Bei Apple sei es wichtig, das Ökosystem zu verstehen.

„Apple verzeichnet aktuell über zwei Milliarden aktive Nutzer weltweit. Das sind doppelt so viele wie noch vor sieben Jahren.“ Wagner, Mitgründer der Vermögensverwaltung Wagner & Florack, hebt die schon erwähnten „Services“ wie Apple Music, iCloud, AppStore, Apple Pay etc. hervor, deren Wachstum die immer tiefere Verankerung von Apple in unserem Alltag reflektiere. „Das verstärkt die Burgmauern und macht das Geschäftsmodell sehr resilient und hochprofitabel.“ Den Experten stört es nicht, wenn Apple das eine oder andere Quartal einmal weniger stark wächst als gewohnt. Das Unternehmen weise dank der Strahlkraft der sehr starken Marke Apple eine hohe, langfristige Wachstumsdynamik auf. Die Marktdominanz werde dank des umsichtigen und besonnenen Managements stetig weiter ausgebaut. „Seinen Zenit hat Apple daher noch weit vor sich.“ Die Bewertung ist beim aktuellen Rekordniveau natürlich hoch, gegenüber der Konkurrenz und gegenüber der eigenen Historie. Die Cashflow-Rechnung von Euro ergibt erst mittelfristig neue Chancen auf Rekorde für die Apple-Aktie, die derzeit bei rund 190 Dollar notiert.

### Langer Atem Cashflow-Rechnung zeigt erst mittelfristig Spielraum für die Aktie

Jahr	Umsatz in Mrd. \$	Operativer Cashflow in Mrd. \$	Anzahl Aktien im Umlauf in Mrd.	Op. Cashflow je Aktie in \$	Kurs-Cashflow-Verhältnis <sup>1</sup>	Kurs Jahresende in \$/€
2022	392,9	122,430	16,326	7,50	20,42	153,13/140,49
2023	384,5	111,458	15,793	7,06	20,42	144,11/132,21
2024	409,7	120,584	15,380	7,84	20,42	160,10/146,88
2025	437,5	128,426	14,996	8,56	20,42	174,88/160,44
2026	445,7	145,095	14,637	9,91	20,42	202,42/185,71
2027	517,8	156,083	14,302	10,91	20,42	222,85/204,45

Stichtag: 03.07.2023; <sup>1</sup>Durchschnitt aktuell sowie Jahre 2018 bis 2022; Quelle: Bloomberg, UBS, eigene Berechnungen

BILD: CARLOS BARRIA/REUTERS

**Hinweis auf Interessenkonflikte:** Der Vorstandsvorsitzende und Mehrheitsinhaber der Herausgeberin Börsenmedien AG, Herr Bernd Förtsch, ist unmittelbar und mittelbar Positionen über die in der Publikation angesprochenen nachfolgenden Finanzinstrumente oder hierauf bezogene Derivate eingegangen, die von der durch die Publikation

## Bares ist Wahres

Kaum einem großen Tech-Konzern wird eine solch starke Steigerung des Cash-Zuflusses zugetraut wie dem weltweit führenden Onlinehändler **Amazon**. Er trumpft im Cloud-Geschäft und auch bei der KI auf



**K**alt erwischt: Als ChatGPT die Welt in diesem Jahr im Sturm eroberte, haben Amazon-Manager ihre Mitarbeiter, Ideen zu entwickeln, wie sie die AI-Chatbot-Technologie zur Verbesserung ihrer Produkte und Arbeitsabläufe einsetzen könnten. Einige dieser Ideen wurden in einem internen Papier aufgelistet mit fast 70 vorstellbaren Anwendungen in den Angeboten des weltgrößten Onlinehändlers. Unter anderem will Amazon mit dem Einsatz von künstlicher Intelligenz schlauere Geräte für den Alltag bauen. Beispiele seien die neueren Smartphone-Modelle der Pixel-Baureihe oder vernetzte Lautsprecher (Google Home), so Marc C. Gemeinder aus dem Chief Investment Office der Commerzbank. „Darüber hinaus ist Google bereits seit Jahren im Bereich KI aktiv, beispielsweise mit dem Language Model for Dialogue Applications (LaMDA). Das derzeitige Google-Switch-C-Sprachmodell umfasst 1,6 Trillionen Parameter, und auch das Schwesterunternehmen Deepmind hat bereits KI-Modelle entwickelt, die zwar deutlich größer als ChatGPT sind (175 Milliarden Parameter), allerdings auch für andere Einsatzgebiete konzipiert wurden.“ Zudem ist Amazon Web Services

## Faktor 3

**Verdreifachen** kann der größte Onlinehändler der Welt seinen Barmittelzufluss laut Prognose bis 2027. Quelle: Bloomberg

(AWS) führender Cloud-Anbieter der Welt. Experten heben hervor, dass AWS bereits eine starke Präsenz in KI hat, und in dem Maß, wie Open-Source-Modelle sich verbreiten, die Amazon-Cloud zunehmend gut positioniert aussieht. Sie wird als Partner anderen Unternehmen helfen, KI-Modelle und KI-Lösungen zu entwickeln. Die UBS hat ihre Schätzung für das Wachstum von AWS für 2024 und 2025 bereits angehoben und errechnet für die Aktie auf Jahressicht ein neues Kursziel von 150 Dollar (Urteil: „Kaufen“). Der langfristige Ausblick auf die Cashflow-Entwicklung zeigt noch deutlichere Kurschancen.

### Enorme Chancen Der Barmittelzufluss explodiert – die Aktie sollte folgen

Jahr	Umsatz in Mrd. \$	Operativer Cashflow in Mrd. \$	Anzahl Aktien im Umlauf in Mio.	Op. Cashflow je Aktie in \$	Kurs-Cashflow-Verhältnis <sup>1</sup>	Kurs Jahresende in \$/€
2022	514,0	46,752	10,189	4,59	22,86	104,89/96,23
2023	567,7	72,004	10,301	6,99	22,86	159,79/146,60
2024	616,2	96,037	10,350	9,28	22,86	212,12/194,61
2025	674,7	120,222	10,424	11,53	22,86	263,65/241,88
2026	736,4	138,074	10,499	13,15	22,86	300,64/275,81
2027	800,4	155,896	10,574	14,74	22,86	337,03/309,20

Stichtag: 03.07.2023; <sup>1</sup>Durchschnitt aktuell sowie Jahre 2018 bis 2022; Quelle: Bloomberg, UBS, eigene Berechnungen

BILD: ISAAC BREKKE/AP IMAGES/PICTURE ALLIANCE, ANSONSAW/ISTOCK



**Amazon-Chef Andy Jassy:** Sprachmodell mit 1,6 Trillionen Parametern

<b>WKN</b>	906866
<b>Kurs</b>	119,84 €
<b>Börsenwert</b>	1,229 Bill. €
<b>KGV 2024 (geschätzt)</b>	36,9
<b>Kurs-Buchwert-Verhältnis</b>	7,3
<b>Dividendenrendite</b>	–
<b>Eigenkapitalrendite</b>	11,0 %
<b>Bruttospanne</b>	43,8 %



etwaig resultierenden Kursentwicklung profitieren können: Apple. Der Vorstand der Börsenmedien AG, Herr Leon Müller, ist Positionen über folgende in der Publikation angesprochene Finanzinstrumente eingegangen: Amazon, Apple.

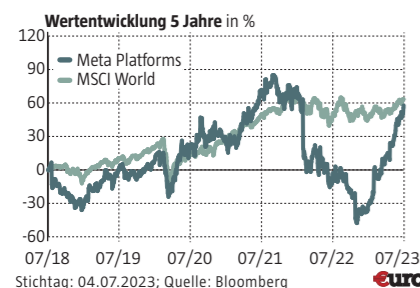
## Genug Kapital für die Aufholjagd

Dank Facebook, Instagram und Whatsapp verfügt **Meta Platforms** über einen ganz besonderen Datenschatz. Und nach einer zu frühen Euphorie für das Metaverse über die nötigen Mittel, in Sachen KI rasch aufzuholen – wenn Firmenchef Mark Zuckerberg bedacht vorgeht



**Meta-Chef Mark Zuckerberg:** Der Konzern ist sehr stark auf ihn ausgerichtet

<b>WKN</b>	A1JWVX
<b>Kurs</b>	262,60 €
<b>Börsenwert</b>	672,6 Mrd. €
<b>KGV 2024 (geschätzt)</b>	17,9
<b>Kurs-Buchwert-Verhältnis</b>	4,9
<b>Dividendenrendite</b>	–
<b>Eigenkapitalrendite</b>	18,5 %
<b>Bruttospanne</b>	78,4 %



2022 haben wir wirkliche Durchbrüche bei KI gesehen – das erlaubt uns, die Technologie voranzubringen und in alle unsere Produkte einzubauen.“

**Mark Zuckerberg, CEO Meta Platforms**

Wettbewerb belebt das Geschäft: Meta könnte von der Konkurrenz durch Apple bei Brillen für erweiterte Realität profitieren. Die Virtual-Reality-Brille Meta Quest wird zu einem weitaus günstigeren Preis als Apples Vision Pro angeboten, sie könnte den Markt schneller durchdringen. Außerdem wird die Konkurrenz beide Konzerne anspornen. Tejas Dessai, leitender AI-Forscher beim ETF-Anbieter Global X, sieht Meta Platforms aufgrund der Verfügung über große Datenmengen gut für den KI-Trend positioniert. Meta besitzt Social-Media-Anwendungen wie Facebook, Instagram und Whatsapp. Kritischer ist Vermögensverwalter Dominikus Wagner. Meta habe in der Vergangenheit den Fehler begangen, seine Investitionen im KI-Bereich herunterzufahren, weil Mark Zuckerberg auf das Metaversum fokussiert war. Mittlerweile habe der Firmenchef umgesteu-

ert und investiere kräftig in KI – und dennoch brauche es Zeit, den Rückstand aufzuholen. „Allerdings verfügt Meta über die nötigen Ressourcen“, so Wagner. „KI braucht vor allem zwei Dinge: Daten und Rechnerkapazität. Für Letztere braucht es Cash, wovon Meta reichlich hat.“ Vor allem soll der Cashflow von 2022 bis 2027 laut UBS-Prognose um 70 Prozent auf fast 86 Milliarden Dollar zulegen. Daraus lässt sich ein Kursziel von 560 Dollar oder 514 Euro errechnen (s. Tabelle). Experte Wagner gießt trotz solcher Prognosen noch einmal Wasser in den Wein: Problematisch sei, dass Meta zu stark auf Zuckerberg fokussiert ist. Das Wohl und Wehe der Firma hinge von seinen Entscheidungen ab. „Das ist ein schwer kalkulierbares Investmentrisiko. Apple, Google und Microsoft haben dagegen trotz starker CEOs eine wesentlich offenere interne Diskussionskultur.“

**Starker Zuwachs** Der Barmittelzufluss soll bis 2027 um 70 Prozent zulegen

Jahr	Umsatz in Mrd. \$	Operativer Cashflow in Mrd. \$	Anzahl Aktien im Umlauf in Mio.	Op. Cashflow je Aktie in \$	Kurs-Cashflow-Verhältnis <sup>1</sup>	Kurs Jahresende in \$/€
2022	116,6	50,475	2,696	18,72	16,41	307,23/281,86
2023	127,7	51,440	2,588	19,88	16,41	326,17/299,24
2024	144,5	62,435	2,544	24,54	16,41	402,73/369,48
2025	161,9	68,602	2,506	27,38	16,41	449,23/412,14
2026	178,1	76,592	2,497	30,67	16,41	503,36/461,80
2027	196,4	85,730	2,512	34,13	16,41	560,04/513,80

Stichtag: 03.07.2023; <sup>1</sup>Durchschnitt aktuell sowie Jahre 2018 bis 2022; Quelle: Bloomberg, UBS, eigene Berechnungen

BILD: XKYODO/PICTURE ALLIANCE, XACTO/ISTOCK

## Neue KI-Assistenten, wohin man blickt

Die enge Zusammenarbeit mit ChatGPT-Erfinder Open AI beflügelt **Microsoft**. Jetzt will der Chef KI-Tools und -Services in viele Produkte des größten Softwarekonzerns der Welt integrieren und neue Offerten wie Avatare machen

Microsoft ist an der Börse rund 2,5 Billionen Dollar wert und damit unter den großen Techs engster Verfolger von Apple auf dem Weg in den Drei-Billionen-Dollar-Club. Und das nicht nur, weil zum Beispiel das Cloud-Geschäft, das zweitgrößte des Planeten, bis zum Jahr 2030 mit einer Jahresrate von 14 Prozent expandieren soll. Oder weil das Karrierenetzwerk LinkedIn erfolgreich integriert wurde. Vor allem die erfolgreiche Kooperation mit ChatGPT-Erfinder OpenAI hat dem Unternehmen in diesem Jahr noch einmal einen Schub gegeben. Der größte Softwarekonzern der Welt, der allein bei den Office-Anwendungen rund um Microsoft 365 mehr als 400 Millionen zahlende Abonnenten erreicht, hat auf seiner „Build“-Konferenz ein ganzes Feuerwerk von neuen KI-Angeboten angekündigt. So wird Bing die Standard-Suchmaschine in ChatGPT sein; das Tool kann in Echtzeit im Web nach Bing-Suchergebnissen suchen und ist nicht auf Daten mit einem Stand vor Ende 2021 beschränkt. Dazu kommt Azure AI Content Safety, ein Dienst mit Modellen zur Erkennung potenzieller Schäden in Texten und Bildern. Oder Microsoft Fabric, eine Analyseplattform für Geschäftsanwender. Fabric Copilot

ermöglicht die Verwendung von natürlichen Spracheingaben/Chats für Abfragen. Oder Microsoft Mesh, eine Plattform, die virtuelle/erweiterte Realität mit Teams-Avataren bietet. „Windows Copilot schließlich ermöglicht Usern das Ändern von Einstellungen, das Öffnen relevanter Apps und ein Portal, das mit Bing Chat auf dem Windows-Desktop verbunden ist“, schwärmt die UBS. „Microsoft gehört zu der Handvoll von Unternehmen weltweit, die etwa alle vier Jahre ihren – ohnehin extrem hohen – Free Cashflow verdoppeln“, lobt Fondsmanager Dominikus Wagner. Weshalb gelingt das dem Konzern aus Redmond? „Microsoft wird umsichtig geführt, bedient weltmarktführend und innovativ strukturelle Wachstumstrends, erzielt dabei extrem hohe Skaleneffekte und verdient trotz (oder besser gesagt wegen) der hohen F&E-Aufwendungen extrem viel Geld, das für die Eroberung neuer schnell wachsender Märkte eingesetzt wird, die wiederum immer mehr Free Cashflow produzieren“, erläutert der Vermögensverwalter. Genau diese Cash-Maschinerie eröffnet mittelfristig erneut ordentliches Kurspotenzial und sollte derzeit dem Kurs eine starke Stütze sein.



**Microsoft-Chef Satya Nadella:** Er erzielt extrem hohe Skaleneffekte

<b>WKN</b>	870747
<b>Kurs</b>	309,45 €
<b>Börsenwert</b>	2,301 Bill. €
<b>KGV 2024 (geschätzt)</b>	30,6
<b>Kurs-Buchwert-Verhältnis</b>	12,2
<b>Dividendenrendite</b>	0,8 %
<b>Eigenkapitalrendite</b>	47,2 %
<b>Bruttospanne</b>	68,4 %

**Gigantisch** Microsoft wird die nächste Cashflow-Verdopplung zugetraut

Jahr	Umsatz in Mrd. \$	Operativer Cashflow in Mrd. \$	Anzahl Aktien im Umlauf in Mrd.	Op. Cashflow je Aktie in \$	Kurs-Cashflow-Verhältnis <sup>1</sup>	Kurs Jahresende in \$/€
2022	198,3	88,965	7,540	11,80	24,25	288,13/264,95
2023	211,3	87,514	7,471	11,71	24,25	284,06/261,21
2024	235,5	104,874	7,430	14,11	24,25	342,29/314,75
2025	259,6	113,396	7,379	15,37	24,25	372,66/342,68
2026	281,2	137,185	7,346	18,67	24,25	452,86/416,43
2027	299,1	165,710	7,301	22,70	24,25	550,40/506,12

Stichtag: 03.07.2023; <sup>1</sup>Durchschnitt aktuell sowie Jahre 2018 bis 2022; Quelle: Bloomberg, UBS, eigene Berechnungen

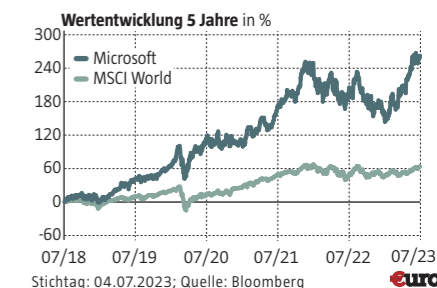


BILD: SEONGJUNCHO/BLOOMBERG, SHINY777/ISTOCK