

Quartalsbericht an Kunden

Erstes Quartal 2025

INHALT

- 2** **ABSCHNITT MARKTKOMMENTAR**
Angesichts der globalen Marktschwankungen nutzen wir unseren Risikobewertungsrahmen, um die Auswirkungen von Zöllen zu bewerten.
- 6** **BLICK AUF DAS GLOBALE RESEARCH**
Trotz der extremen Performance-Differenz zwischen US- und europäischen Aktien im Quartal bleibt Europa attraktiv bewertet. Wir finden Wertchancen im gesamten Spektrum der Marktkapitalisierung und reduzieren Positionen, die von der vorherrschenden Marktsituation profitiert haben.
- 9** **AKTIVE BETEILIGUNG IM FOKUS: UNSER ABSTIMMUNGSVERHALTEN**
Die Übernahme von Verantwortung war schon immer ein wesentlicher Bestandteil unseres Investitionsprozesses. Wir präsentieren Ihnen die Reihe von bewährten Verfahren, die wir im Laufe der Zeit entwickelt haben.
- 11** **POSITION IM FOKUS – SAMSUNG ELECTRONICS**
Samsung Electronics ist ein globales Technologie-Konglomerat mit einer starken Bilanz, branchenführender Größe und einem Kern-Speicherchipgeschäft, das unter vorübergehendem Druck leidet. Wir glauben jedoch, dass es für langfristiges strukturelles Wachstum bereit ist.
- 14** **PORTFOLIOSTRATEGIEN**
Im ersten Quartal verzeichnete man einen erheblichen Wechsel von US-Aktien hin zu internationalen Märkten, vor allem Europa, das eine der besten relativen Quartalsleistung seit Jahrzehnten aufwies. Unsere Portfolio-Wertentwicklung war gemischt, wobei nicht-US-amerikanische Strategien von der Neuausrichtung auf globale Aktien profitieren.

An unsere Kundinnen und Kunden

Die globalen Aktienmärkte verzeichneten im Quartal gemischte Ergebnisse, wobei die US-Aktien zurückgingen und die Nicht-US-Aktien zulegten. Die Aktien stiegen insgesamt, wobei Wertpapiere eine bessere Performance erzielten. Im April kündigte die US-Regierung weitreichende Zölle an, die die globalen Aktienmärkte stark nach unten drückten und eine Baisse zur Folge hatten. Obwohl unsere Portfolios nicht immun gegen die Verkaufswellen waren, trösteten wir uns in Zeiten wie diesen mit der tiefgreifenden Fundamentalanalyse, die wir durchführen, um sicherzustellen, dass unsere Positionen über ausreichende finanzielle Mittel verfügen, um einen starken wirtschaftlichen Abschwung zu überstehen.

Unser Abschnitt Marktkommentar erörtert, wie wir den potenziellen Zollkrieg im Hinblick auf unsere Risikoerfassung untersuchen und bietet einige repräsentative Beispiele. Seit unserer Gründung vor 30 Jahren haben wir unseren Anteil an der Gesellschaft genutzt, um unseren Einfluss geltend zu machen und eine langfristige Wertschöpfung für unsere Aktionäre zu erzielen. Unser Artikel „Wertschöpfung durch aktive Beteiligung“ beschreibt die Reihe von bewährten Verfahren, die wir im Laufe der Zeit entwickelt haben und die uns dabei helfen, konstruktive und nachhaltige Beziehungen zu den Managementteams der Unternehmen aufzubauen, in die wir investieren.

Unser Blick auf das globale Research erläutert die zahlreichen Chancen, die wir weltweit bei Chemieproduzenten sehen, ebenso wie einige Kürzungen, die wir bei Finanzwerten und Aktien aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz aufgrund ihrer Stärke vorgenommen haben. Samsung Electronics ist unsere Position im Fokus. Das Unternehmen ist einem konjunkturellen Abschwung auf dem globalen Speichermarkt ausgesetzt, der sein Kerngeschäft beeinträchtigt hat. Wir glauben, dass das Unternehmen aufgrund seiner Vormachtstellung im Bereich der konventionellen Speicherchips und seiner starken Geschäftsbereiche in der Unterhaltungselektronik gut für ein nachhaltiges Ertragswachstum positioniert ist.

Wir danken Ihnen für Ihre Unterstützung und freuen uns über diese Gelegenheit, Ihnen über unser Research zu berichten. Wir freuen uns auf Ihr Feedback.

Mit freundlichen Grüßen

Pzena Investment Management

Wertenwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Pzena MARKTKOMMENTAR

Während Sorgen um Zölle und die wirtschaftliche Volatilität die Märkte auf die Probe stellen, ermöglicht unsere systematische Risikoerfassung die Bewertung von Expositionen und die Identifizierung krisenresistenter Unternehmen inmitten globaler Handelsunwägbarkeiten.

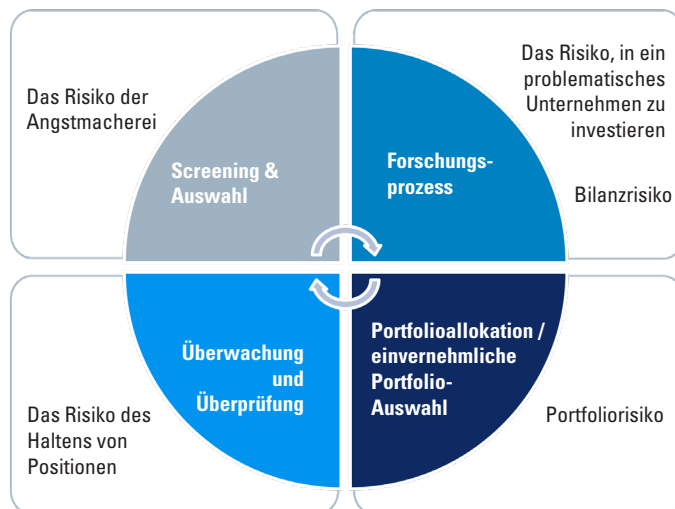
Die Volatilität an den globalen Märkten hat im ersten Quartal zugenommen, da Anleger mit Unsicherheit zu kämpfen hatten. Die Angst wegen der Zölle steht im Vordergrund, seit US-Präsident Donald Trump im November letzten Jahres die Präsidentschaftswahl gewonnen hat, und wurde durch die im April angekündigten breit angelegten Zölle zusätzlich geschürt. In diesem Abschnitt erörtern wir Folgendes:

- Pzenas Risikobewertungsrahmen
- Die beispiellosen Zölle, die Anfang April angekündigt wurden
- Wie wir sowohl die Risiken im Hinblick auf Zölle als auch die breiteren wirtschaftlichen Risiken im Rahmen unserer Risikoerfassung bewerten.

PZENAS RISIKOERFASSUNG

Eine angemessene Risikoerfassung ist entscheidend für erfolgreiche Anlagen, um das zu vermeiden, was wir als das ultimative Hindernis für die langfristige Wertentwicklung eines Portfolios betrachten: die dauerhafte Wertminderung des Kapitals. Als Value-Anleger suchen wir nach günstigen Aktien, bei denen es Kontroversen gibt und/oder etwas schiefgelaufen ist, und das Risiko einer Wertminderung gering ist. Diese Spannung – günstige Aktien zu kaufen und gleichzeitig dauerhaften Kapitalverlust zu vermeiden – ist zentral für unseren Prozess. Für Unternehmen mit geringeren Schwierigkeiten ist die Sicherheit mit einem gewissen Aufpreis verbunden, was die potenziellen Renditen schmälert; allerdings kann das Eingehen übermäßiger Risiken die Performance schnell beeinträchtigen. Um dieses Gleichgewicht zu wahren, konzentrieren wir uns unter den vielen Risiken, die wir in Betracht ziehen, auf fünf zentrale Risikokategorien: Angst, Investition in ein problematisches Unternehmen, Bilanzereignisse, Portfoliozusammensetzung und Festhalten an einst gut durchdachten Positionen (Abbildung 1)

Anlage 1: Pzena – Risikobewertungsrahmen



RISIKOFAKTOR: ANGST

Ein zentrales Prinzip unserer Philosophie als Value-Anleger ist, dass man nur dann die Möglichkeit hat, gute Unternehmen zu einem sehr guten Preis zu kaufen, wenn ein Problem vorliegt. Die Herausforderung besteht darin, dass Menschen mit ihren Emotionen oft den Instinkt haben, Probleme zu vermeiden und nach etwas weniger Beängstigendem zu suchen. Wir vermeiden diese Verzerrung, indem wir unser Augenmerk nur auf Unternehmen setzen, die eher im günstigsten Quintil liegen. Die Konzentration auf das günstigste Quintil stellt sicher, dass wir die Vielversprechendsten in Erwägung ziehen und dabei unsere Bewertungsmaßstäbe beibehalten.

Unser Ausgangspunkt sind die vergangenen 10 Jahre eines Unternehmens, die wir im Rahmen eines systematischen Prozesses nutzen, um zukünftige Gewinne vorherzusagen. Dies gewährleistet, dass die Prognose auf der Unternehmenshistorie und nicht auf der Angst basiert.

RISIKOFAKTOR: INVESTITION IN EIN PROBLEMATISCHES UNTERNEHMEN

Wir bemühen uns, ein tiefes Verständnis für die Wirtschaftlichkeit des zugrundeliegenden Geschäfts zu entwickeln, das wir in Betracht ziehen. Wir haben verschiedene klassische Anlaufstellen, die uns als Team zusammenbringen, um Diskussionen zu führen, Untersuchungen einzuleiten und unser Verständnis zu vertiefen. Dabei versuchen wir, die Bären-These und andere konträre Ansichten auszuloten, um andere Perspektiven

einzu beziehen. Wir recherchieren jede Position, so als würden wir das gesamte Unternehmen kaufen, und versuchen, die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Treiber, die Wettbewerbsdynamik der Branche, die Pläne des Managements, das Verhalten von Lieferanten und Kunden sowie weitere Schlüsselfaktoren zu verstehen.

Sobald wir eine vollständig ausgearbeitete Investitionstheese haben, besuchen wir das Management-Team vor Ort. Diese Gespräche finden bewusst am Ende des Prozesses statt, sodass wir eine fundierte Meinung haben und nicht nur die Standardaussagen des Managements abnicken. Wir führen eine abschließende Überprüfung durch und diskutieren über die normale Ertragskraft des Unternehmens. Wenn ein Forschungsprojekt diesen Prozess abschließt, haben alle Beteiligten mehrfach Gelegenheit gehabt, die Themen zu erörtern, um sicherzustellen, dass wir das Unternehmen, sein Ertragspotenzial und die mögliche Bandbreite der Ergebnisse verstehen.

RISIKOFAKTOR: BILANZEREIGNISSE

Ebenso, wenn nicht sogar noch wichtiger, ist, ob das Unternehmen ein Liquiditätsprofil aufweist, das ihm die Flexibilität verleiht, dieses langfristige Potenzial zu erreichen. Dies beinhaltet die Betrachtung des Schuldenniveaus und der diesbezüglichen Fälligkeitsdaten im Kontext unserer Bewertung des Cashflow-Profiles des Unternehmens. Hebeleffekte (Leverage) sind für Value-Investoren von Nachteil, denn eine richtige Einschätzung des langfristigen Ergebnisses ist wirkungslos, wenn ein Liquiditätsereignis das Eigenkapital auf seinem Weg zur Erholung erheblich verwässert.

Um das Liquiditätsrisiko zu mindern, modellieren wir die Ausgabe von Eigenkapital für jedes Unternehmen, um dessen Nettoverschuldung im Verhältnis zum Nettoumlaufvermögen zu reduzieren. Dies hat zur Folge, dass viele der am stärksten fremdfinanzierten Unternehmen – bei denen die niedrigen Aktienkurse möglicherweise auf eine übermäßige Bilanzverschuldung zurückzuführen sind – aus dem ersten Quintil herausfallen. Wenn ein Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad den Bewertungsprozess durchläuft und wir uns für eine Investition entscheiden, halten wir in der Regel eine kleinere Position im Portfolio, als wir es sonst tun würden.

RISIKOFAKTOR: PORTFOLIOZUSAMMENSETZUNG

Wir bewerten regelmäßig die Portfoliozusammensetzung, um Branchen- und Länderrisiken zu verwalten. Portfolioentscheidungen erfordern die einvernehmliche Zustimmung der Portfoliomanager, wodurch eine hohe Schwelle gesetzt, eine gründliche Diskussion gewährleistet und individuelle Voreingenommenheiten ausgeschlossen werden. Wenn eine Aktie unterdurchschnittlich abschneidet, fragen wir uns: Sollten wir mehr kaufen, halten oder aussteigen? Wir können unsere Beteiligung erhöhen, wenn zusätzliche Daten unsere These unterstützen, aber die Aktie fällt. Wenn neue Daten unserer These widersprechen, reduzieren wir die Position oder steigen aus.

Zudem nutzen externe Tools, um zu überwachen, ob unsere wahrgenommenen Risiken mit den tatsächlichen Risiken übereinstimmen. Dies trägt dazu bei, dass das Portfolio ausgewogen und diversifiziert bleibt, während wir unsere Bewertungsmaßstäbe beibehalten. Dies steht auch im Einklang mit historischen Forschungen, die darauf hinweisen, dass sich langfristig die höchsten Renditen in der Investition in das günstigste Quintil der Marktbewertungen finden.

RISIKOFAKTOR: HALTEN

Detaillierte Recherchen können zu emotional bedingtem Halten führen. Um dem entgegenzuwirken, setzen wir dem eine strenge Verkaufsdisziplin entgegen. Aktien werden verkauft, wenn ihre Bewertung den Marktmittelwert erreicht, wobei sie schrittweise reduziert werden, wenn sie an Wert gewinnen. Dieses ständige Recycling in günstigere Aktien hält die Portfoliodisziplin aufrecht.

Wir überwachen kontinuierlich Branchennachrichten, Ergebnisse und Makroereignisse, um zu beurteilen, ob neue Informationen mit unserer ursprünglichen These übereinstimmen. Widersprüchliche Daten veranlassen eine Neubewertung und mögliche Positionsanpassungen. Wir sprechen auch regelmäßig mit dem Management und treffen uns mindestens einmal jährlich mit diesem, um auf dem Laufenden zu bleiben.

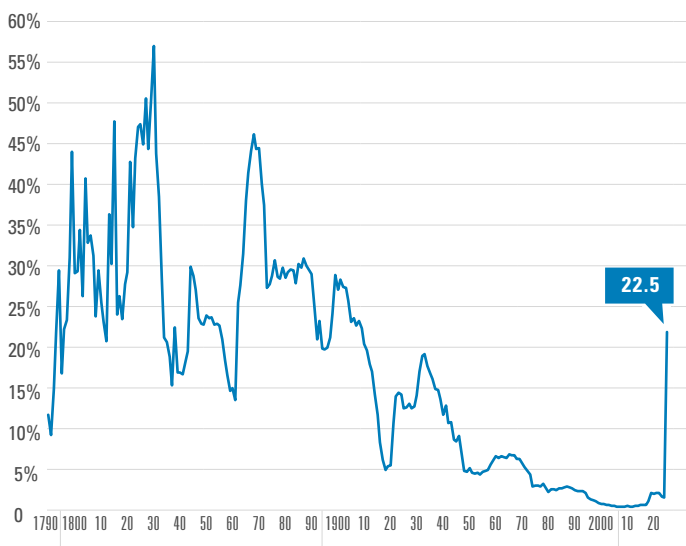
Um kognitive Verzerrungen zu vermeiden, wechseln wir alle 3 bis 5 Jahre unsere Analysten in den verschiedenen Branchen. Diese neue Perspektive hilft, das Halten von Positionen und Selbstzufriedenheit zu vermeiden und fördert gleichzeitig die Team-Entwicklung.

ZÖLLE

Unser Investitionsprozess konzentriert sich darauf, alle Risiken einer potenziellen Investition zu identifizieren und zu analysieren, bevor die Position in das Portfolio aufgenommen wird, und gleichzeitig sicherzustellen, dass ein Unternehmen über die Marktposition sowie über die finanziellen Mittel verfügt, um unvorhergesehene Risiken aufzufangen, die unvermeidlich auftreten. Breit angelegte Zölle und handelsbezogene Anliegen haben sich in den letzten sechs Monaten als erhebliches Marktrisiko herausgestellt, insbesondere nach der Ankündigung vom 2. April (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2 – Vorgeschlagene US-Zölle: Höchstes Niveau seit über 100 Jahren

Der effektive Zollsatz der USA auf zollpflichtige Importe von 1790 bis 2025



Quelle: Empirische Forschungspartner
Daten vom 9. April 2025.

Auf den globalen Märkten herrschte nach der Ankündigung eine Ausverkaufsstimmung, aus Angst, dass der Zollkrieg eine globale Rezession auslösen würde. Wir haben bereits ausführlich über die Auswirkungen von Rezessionen geschrieben ([Abschnitt Marktkommentar 2. Quartal 2022](#)). Wir haben Folgendes für wahr befunden:

- Es ist unglaublich schwer, Rezessionen vorherzusagen. Paul Samuelson, Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften, sagte: „Der Aktienmarkt hat neun der letzten fünf Rezessionen vorhergesagt.“
- Erfolgreicher Handel während Rezessionen erfordert nicht nur die Vorhersage der Rezession selbst, sondern auch die zeitliche Abstimmung von Ausstiegs- und Wiedereinstiegspunkten.

- Wenn eine Rezession ausgerufen wird, ist die Unruhe davor bereits spürbar, und die Aussichten für Aktien-Anleger sind in der Regel attraktiv.
- Beim Ausverkauf vor einer Rezession tendiert der Wert zu einer unterdurchschnittlichen Performance, während er nach einer Rezession deutlich besser abschneidet und schließlich den Markt für den Zeitraum ab dem Höchststand vor der Rezession deutlich übertrifft.

ZÖLLE IM RAHMEN DER RISIKOERFASSUNG VON PZENA

Zölle und Handelskriege stellen immer eine Bedrohung dar, wobei wir diese Risiken für jedes Unternehmen unter dem oben beschriebenen Rahmen einzeln bewerten:

- **Schlechte Geschäftsentwicklung/Bilanz – Angesichts der Ungewissheit über die endgültige künftige politische Ausrichtung haben wir zunächst alle Unternehmen im Portfolio einem Stresstest unterzogen, um die potenziellen Auswirkungen auf die regulären Erträge in einem Worst-Case-Szenario zu bewerten und sicherzustellen, dass die einzelnen Bilanzen kein Wertminderungsrisiko aufweisen.**
- **Angst und Sorge**– Aufgrund von Ängsten in Bezug auf den Handel gibt es möglicherweise neue Unternehmen im günstigsten Quintil.
- **Portfoliozusammensetzung**– Wir wollen sicherstellen, dass unsere Portfolios nicht zu sehr von etwaigen Zöllen betroffen sind.
- **Halten von Positionen**– N/A

Die aktuelle Politik der Trump-Administration ist weitaus stringenter, als die meisten vorhergesagt hatten, obwohl die potenziellen Auswirkungen der Zölle auf die Weltwirtschaft noch abzuwarten sind. Es ist entscheidend, die Auswirkungen auf Unternehmensebene zu bewerten, wobei der Kernwert und die Marktposition jedes Unternehmens im Vergleich zu seinen Wettbewerbern berücksichtigt werden sollten. Dies hilft zu identifizieren, welche Unternehmen oder Branchen aufgrund spezifischer Zölle Marktanteile gewinnen bzw. verlieren könnten und welche die Preisgestaltungsmacht haben, um diese Kosten auf die Kunden abzuwälzen.

Wir haben eine Überprüfung aller Unternehmen in unseren Portfolios durchgeführt, um deren jeweiligen Verwundbarkeiten im Hinblick auf Zölle sowie deren Lösungsstrategien zu identifizieren. Im Folgenden sind einige Beispiele:

- In den letzten Jahren hat das US-amerikanische Konsumgüterunternehmen Newell Brands seine chinesische Fertigung auf etwa 15 % der

Herstellungskosten reduziert, und plant, diese Zahl bis Ende 2025 auf 10 % zu senken. Der größte Teil des China-Engagements betrifft die Baby-Sparte, die derzeit von den in Abschnitt 301 genannten Zöllen ausgenommen ist, um jungen Familien eine Entlastung zu bieten. Ursprünglich gingen wir davon aus, dass dies dem Unternehmen einen erheblichen Kostenvorteil verschaffen würde, aber die Anfang April angekündigten umfassenden Zölle betrafen auch Regionen, auf die sich das Unternehmen verlagert hatte. Zusätzlich schlagen nur 5 % der Herstellungskosten der verkauften Waren (Cost of Goods Sold, COGS) des Unternehmens in Mexiko zu Buche, wobei die kanadische Exposition vernachlässigbar ist. Da der Großteil der Fertigung und Beschaffung in den USA erfolgt, glauben wir, dass das Unternehmen dennoch wahrscheinlich einen Kostenvorteil gegenüber seinen Wettbewerbern haben sollte.

- Bei der Reifenherstellung handelt es sich um einen nicht-diskretionären Ersatzartikel, für den die Zölle an den Endverbraucher umwälzbar sein sollten, doch könnte dies die Wettbewerber auf sehr unterschiedliche Weise treffen. Ungefähr 60 % der Reifen in den USA werden importiert. Der französische Reifenhersteller Michelin deckt etwa 75 % seines US-Bedarfs aus der lokalen Produktion, die nicht den Zöllen unterliegt. Das Unternehmen könnte davon profitieren, da Einfuhrzölle die Kosten für günstigere Reifen erhöhen würden, die von asiatischen Wettbewerbern produziert werden. Auf der Kostenseite verfügt Michelin über die Fertigungsflexibilität, um die Produktion langfristig zu verlagern, während Rohstoffe für Reifen in der Regel lokal bezogen werden, sodass etwaige Probleme in der Lieferkette überschaubar sein sollten.
- Der chinesische Haushaltsgerätehersteller Haier erzielt etwa 30 % seines Umsatzes in Nordamerika, wobei 50 % davon aus den USA, 30 % aus Mexiko und 10 % aus China stammen. Die Zölle betreffen in erster Linie die 10 % aus China, was etwa 3 % des Umsatzes entspricht. Um dem Druck in Bezug auf die Zölle standzuhalten, plant Haier, die Kosten mit den Lieferanten zu teilen, die Herstellungseffizienz zu verbessern und die Preise anzupassen, ohne dabei Marktanteile zu opfern. Im Falle von hohen Zöllen würde Haier die Produktion in den USA durch zusätzliche Investitionen steigern, was aufgrund der starken Cashflows problemlos möglich wäre. Trotz potenzieller nachgelagerter wirtschaftlicher Auswirkungen bleibt das Geschäft von Haier stabil, da ein großer Teil des Umsatzes durch Ersatz- und Aufrüstungen und nicht durch den Verkauf neuer Geräte getrieben wird, was es widerstandsfähiger als

andere Verbrauchskategorien macht.

Dies sind nur einige Beispiele, aber sie sind Hinweise auf die breiter angelegten Gespräche, die unser Forschungsteam bezüglich des Zollrisikos führt. Viele unserer Unternehmen mit Produktionsanlagen in China haben ihre Produktionskapazitäten seit der letzten Zoll-Anpassung in den Jahren 2018–2019 reduziert, um jetzt festzustellen, dass die angekündigten weitreichenden Zölle erneut Auswirkungen auf sie haben. Es besteht immer noch ein hohes Maß an Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen, endgültigen Politiken der Trump-Administration, insbesondere da diese breit angelegt sind. Deshalb führen wir Stresstests durch, um die Auswirkungen der Zölle auf die Erträge in einem Worst-Case-Szenario zu quantifizieren, da wir nicht wissen, was im Hinblick auf die Zölle auf uns zukommen wird.

FAZIT

Obwohl Zölle und Handelsunsicherheiten Risiken für globale Unternehmen darstellen, deutet die Geschichte darauf hin, dass das Einfallsreichtum des Managements und die Anpassungsfähigkeit der Geschäftsmodelle die Auswirkungen von handelspolitischen Fragen abmildern könnten. Bei Pzena ermöglicht es uns unsere strenge Risikoerfassung, diese Unsicherheiten durch Disziplin und Fokus zu bewältigen. Indem wir uns auf grundlegende Geschäftsqualität, Bilanzstärke, Portfoliozusammensetzung und die Aufrechterhaltung der Bewertungsmaßstäbe konzentrieren, zielen wir darauf ab, potenzielle Nachteile zu mildern und die durch die Unsicherheit geschaffenen, potentiellen Chancen auszuloten, um langfristige Renditen zu erzielen. Obwohl die endgültigen Auswirkungen der aktuellen Handelspolitik ungewiss bleiben, stellt unser Investitionsansatz sicher, dass wir die Fähigkeit jedes einzelnen Unternehmens bewerten, sich an die sich wandelnden Bedingungen anzupassen und diese zu bewältigen. Diese disziplinierte, forschungsorientierte Methodik ermöglicht es uns, Chancen zu nutzen, die aus Ängsten in Bezug auf die Märkte entstehen, während wir versuchen, uns gegen dauerhafte Kapitalverluste abzusichern.

BLICK AUF DAS GLOBALE RESEARCH

Wir haben unsere Exposition gegenüber globalen Banken und mehreren Technologieunternehmen vor dem durch die Zölle ausgelösten Marktabverkauf reduziert. Wir haben globale Chemieproduzenten aufgrund von Branchenschwächen sowie Unternehmen, die mit idiosynkratischeren Kontroversen konfrontiert sind, in unseren Bestand aufgenommen.

Die US-Aktien haben das Jahr auf einem soliden Fundament begonnen, als Fortsetzung der Rallye nach den Wahlen Ende 2024, und wir haben unsere Positionen in jeder der vier großen Banken (sowie in anderen Finanzinstituten) nach einer Phase der Outperformance reduziert. Die US-Märkte haben letztendlich wegen der Bedenken der Anleger im Hinblick auf die Unsicherheit der Wirtschaftspolitik, den hohen Bewertungen auf Indexebene und des sinkenden Vertrauens der Verbraucher, gegen Ende des Quartals nachgegeben.

Aus globaler Perspektive wurde die Schwäche der USA durch die Stärke der chinesischen Aktien ausgeglichen, da Anzeichen für eine Stabilisierung des angeschlagenen Immobilienmarktes erkennbar waren, sowie aufgrund der möglichen Unterstützung durch die Regierung, die darauf abzielt, den Inlandsverbrauch anzukurbeln, sowie Begeisterung über die KI-Perspektiven des Landes. Europa diente ebenfalls als positives Gegengewicht, angetrieben durch eine eher lockerere EZB (im Vergleich zur Fed), durch den vorsichtigen Optimismus hinsichtlich eines potenziellen Waffenstillstands in der Ukraine und Deutschlands 500 Milliarden Euro schweren Steuer-Bazooka, die für Infrastruktur und Verteidigung ausgegeben werden soll.

Die globalen Bewertungen haben sich von Quartal zu Quartal etwas verschoben, was die extreme Performance-Differenz zwischen den USA und den Nicht-US-Ländern widerspiegelt. S. Aktien; Trotz der Rallye bei europäischen Wertpapieren bleibt die Kategorie auf absoluter Basis günstig.

Globale Bewertungen: Median der Price-to-Normal-Gewinne

Stand 31. März 2025

	Günstigstes Quintil ¹	Universum ²
Global	7,7	14,1
USA	7,3	12,9
Europa	7,5 USD	12,3
Japan	7,4	12,3
Schwellenländer	9,4	17,5

Quelle: Analyse von Pzena

- Das „günstigste Quintil“ umfasst die günstigsten 20 % der Aktien basierend auf den von Pzena geschätzten Price-to-Normal-Gewinnbewertungen, gemessen auf einer gleichgewichteten Basis innerhalb ihrer relativen Universen (wie nachfolgend definiert).
- Die Universen umfassen die größten Aktien nach Marktkapitalisierung für jede Region wie folgt: ~2000 größten weltweit, ~1000 größten der USA, ~750 größten Europas, ~750 größten Japans und ~1500 größten der Schwellenländer.

EIN BRITISCHER LEBENSMITTEL-SWAP

Im vergangenen Februar haben wir uns mit den Managementteams der britischen Lebensmittelhändler Tesco und J Sainsbury getroffen, von denen wir Anteile halten. Wir haben zudem die Gelegenheit genutzt, eine Reihe von Unternehmen zu besichtigen, einschließlich die von Wettbewerbern verschiedener Größen und Standorten. Wir sind aus diesen Treffen insgesamt ermutigt hervorgegangen: Die Bemühungen beider Unternehmen, preislich wettbewerbsfähiger gegenüber den deutschen Discountern Aldi und Lidl zu werden, trugen Früchte, und beide Teams klangen zuversichtlich darüber, dass der Großteil der erforderlichen Investitionen bereits getätigt wurde. Nachfolgende Ergebnisberichte bestätigten diese Beobachtungen, da Tesco und Sainsbury's stetig Marktanteile im Lebensmittelbereich gewannen, angetrieben durch ein gesundes Gleichgewicht zwischen dem Absatzwachstum und strategischer Preisgestaltung.

Bei Sainsbury wurden die Ergebnisse trotz einer starken Leistung im Lebensmittelbereich durch schwächere Verkäufe und negative Margen im allgemeinen Warenangebot belastet, das etwa 20 % seines Ladensortiments ausmacht. Tesco hingegen ist dem allgemeinen Warenangebot in deutlich geringerem Maße ausgesetzt. Anleger haben ihr Urteil gefällt, indem sie die Aktien von Tesco im Jahr 2024 nach oben getrieben haben, während Sainsbury's unterdurchschnittlich abgeschnitten hat. Als Tescos Bewertung einen zweistelligen Bereich erreichte, begannen wir, unsere Position zu reduzieren und die Erlöse in Sainsbury's umzuschichten.

Unserer Ansicht nach ist der Markt, trotz des starken Aufwandes im Kerngeschäft von Sainsbury's, zu sehr auf die allgemeine Warenwelt fokussiert, die unserer Meinung nach größtenteils aufgrund vorübergehender makroökonomischer Belastungen (d.h. schwache diskretionale Nachfrage unter britischen Verbrauchern, ähnlich wie in den USA) unterdurchschnittliche Ergebnisse erzielt. Wir gehen auch davon aus, dass die Abhängigkeit von Sainsbury's von allgemeinen Waren im Laufe der Zeit abnehmen wird, da die Unternehmensleitung mehr bestehende Flächen für Lebensmittel bereitstellt, um das gesamte Lebensmittelsortiment des Unternehmens in mehr Geschäften anzubieten, was unserer Meinung nach die richtige Strategie ist.

AUFSTOCKUNG BEI CHEMIKALIEN

Die Aktien von globalen Chemieunternehmen stiegen aufgrund des durch Anreize verursachten Anstiegs der Verbraucherausgaben für frei diskretionäre Waren im Zeitraum 2020-21. Die Verbraucherpräferenzen haben sich anschließend von Waren hin zu Dienstleistungen verschoben; Chinas Wirtschaft hat nachgelassen, die Rohstoffkosten sind in die Höhe geschneit – insbesondere in Europa nach dem Krieg in der Ukraine – und irrational handelnde Kleinerzeuger, hauptsächlich aus China, haben den Markt mit günstigen Petrochemikalien überschwemmt. Aus diesem Grund haben Chemieaktien in den letzten zwei Jahren deutlich schlechter abgeschnitten als der Markt und die Stimmung in diesem Sektor ist trotz der intakten langfristigen Fundamentaldaten nach wie vor besonders gedrückt, was ideale Bedingungen für aktive Value-Anleger bietet.

Die Bewertung des zyklischen Rohstoffchemieherstellers Dow, Inc. wurde durch einen ausgedehnten Chemikalien-Abwärtstrend, der durch ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage perpetuiert wird, schwer getroffen. Das Management kürzt die Ausgaben und reduziert die Investitionen, um die aktuellen Gegenwinde abzumildern, die wir als vorübergehend betrachten. Wir sind der Ansicht, dass Dows wesentlicher Wettbewerbsvorteil – der Zugang zu kostengünstigen Rohstoffen, bedingt durch die Lage seiner Cracker an der US-Golfküstenregion – intakt bleibt und das Unternehmen in die Lage versetzen sollte, die aktuelle Rezession zu überstehen. Selbst bei einem Tiefstand des EBITDA sollte Dow in der Lage sein, den Großteil seiner Dividende auszuzahlen, was einer Rendite von 7 % auf die aktuelle Marktkapitalisierung entspricht. Wir haben unsere Beteiligung an dem Chemiekonzern erhöht, wobei die Aktien unter dem Sechsfachen unserer Schätzung des normalen Gewinns gehandelt wurden.

Wir stockten auch den europäischen diversifizierten Chemiehersteller Arkema auf, der über sein Beschichtungs- und Klebstoffgeschäft in den Endmärkten der Automobil- und Baubranche engagiert ist. Die Gewinne lagen aufgrund der schwachen kommerziellen und industriellen Aktivität sowohl in Europa als auch in den USA unter dem Trend, aber das Unternehmen kürzt die Investitionen erheblich nach einer Phase erhöhter Investitionen in Wachstumsinitiativen, und wir erwarten, dass die Generierung des freien Cashflows im Laufe des Jahres verbessert wird. Die Aktien werden zum 7-Fachen unserer Normalgewinn-Prognose gehandelt.

Wir haben die Aufstockung unserer anfänglichen Beteiligung an Huntsman Corp. abgeschlossen, einem US-amerikanischen Small-Cap-Produzenten von Methylendiphenyl-Diisocyanat (MDI), der hauptsächlich in starren Polyurethan-Schaumstoffen für Isolierungen verwendet wird. Die MDI-Industrie ist ein attraktives Oligopol, wobei die fünf größten Akteure, einschließlich Huntsman, etwa 90 % des Marktes ausmachen. Angesichts der hohen Abhängigkeit von den Endmärkten für Bauwesen und langlebige Produkte befindet sich die MDI-Industrie derzeit in einer schwierigen Lage, aber wir erwarten, dass sich die Aktien von Huntsman erholen werden, wenn sich diese Endmärkte letztendlich erholen. In der Zwischenzeit spart das Management liquide Mittel, indem es die Investitionen kürzt, die Zahl der Mitarbeiter im Konzern reduziert und seine europäischen Vermögenswerte neu bewertet. Bei einem 6-Fachen unserer normalen Gewinnprognose sind wir der Ansicht, dass die Aktie heute ein positives Risiko-Rendite-Profil bietet, da die MDI-Industrie langfristig voraussichtlich über das BIP wachsen wird.

Zuletzt haben wir unsere Position beim in Pittsburgh ansässigen Hersteller von Holzbehandlungskemikalien, Koppers, aufgestockt. Nachdem die Margen des Segments der Performance-Chemikalien von Koppers in einem schwachen Umfeld für Reparaturen und Renovierungen von Wohngebäuden eine beeindruckende Widerstandsfähigkeit gezeigt hatten, begannen sie sich zu normalisieren, und Anleger sorgten dafür, dass die Aktie gegenüber ihrem Höchststand von 2024 um fast 50 % fiel. Obwohl dieses Geschäft zyklisch rückläufig ist, wird der Großteil des Umsatzes von Koppers durch sein stabileres Segment für Schienen- und Versorgungsprodukte generiert, das von hauptsächlich langfristigen Verträgen zur Herstellung von Eisenbahnschwellen und elektrischen Leitungsmasten profitiert. Wir sind der Meinung, dass Koppers, das zum 5,5-fachen unserer normalen Gewinnschätzung gehandelt wird, eine attraktive Gelegenheit zur Wertsteigerung darstellt; es handelt sich um ein Geschäft mit hohem Cashflow, dessen Management der Kapitalrückführung an die Aktionäre Priorität eingeräumt hat.

EINE UNTERNEHMENS-SPEZIFISCHE, SMALL-CAP-GELEGENHEIT

Im Laufe des Quartals haben wir unsere Beteiligung an Envista, einem führenden Hersteller von Dentalprodukten mit einem starken Fokus auf Implantate und Kieferorthopädie, weiter aufgestockt. Das Unternehmen besitzt mehrere der bekanntesten Marken der Branche und hält erhebliche Marktanteile in wichtigen Branchenbereichen. Der Aktienkurs von Envista ist im

Wesentlichen aus zwei Hauptgründen in den letzten drei Jahren gesunken: 1) Der Verkauf von Premium-Implantaten in den USA, für den Envista überexponiert ist, hat sich aufgrund höherer Zinssätze und reduzierter Investitionen nach COVID abgeschwächt, und 2) das Unternehmen hat kürzlich eine Clear-Aligner-Linie eingeführt, die noch nicht profitabel ist, obwohl das Management erwartet, dass sie bis zur zweiten Jahreshälfte dieses Jahres den Break-Even-Punkt erreichen wird. Wir sind der Ansicht, dass Envista in seinen Kerngeschäftsfeldern gut positioniert ist und dass sich die Gewinne normalisieren werden, wenn sich die Endmärkte erholen und das Management sein Implantat-Franchise stärkt, während das Geschäft mit den Clear-Alignern reift. In der Zwischenzeit kauft das Unternehmen Aktien zurück, während der Aktienkurs beim 7-Fachen unserer normalen Gewinnprognose liegt.

VOM KI-AUFSCHWUNG PROFITIEREN

Der chinesische Technologiebereich hat sich im Zuge der Neuheiten von DeepSeek erholt. Der E-Commerce- und Cloud-Computing-Gigant Alibaba war besonders stark, da das Unternehmen KI-Modelle auf den Markt brachte, die mit denen von DeepSeek vergleichbar waren, während Apple das Unternehmen ausgewählt hat, um KI-Funktionen für in China verkaufte iPhones bereitzustellen. Die Aktien von Tencent, das ein konkurrierendes KI-Geschäft hat, für das sich die Anleger zunehmend begeistern, haben sich ebenfalls inmitten der KI-getriebenen Technologiewelle in China überdurchschnittlich entwickelt. Wir haben unsere Positionen in beiden Unternehmen aufgrund deren Stärke reduziert. In ähnlicher Weise sind die Aktien des Chip-Zulieferers von NVIDIA, TSMC, sowie von United Integrated Services, dem Reinraum-Zulieferer von TSMC, in den letzten Jahren stark angestiegen, was größtenteils auf die starke Nachfrage nach KI-Chips zurückzuführen ist, und wir haben beide Positionen Anfang 2025 aus Bewertungsgründen reduziert.

FAZIT

Die Schlagzeilen der ersten Monate des Jahres 2025 handelten von Zöllen und Handelskriegen, Waffenstillstandsverhandlungen in der Ukraine und im Nahen Osten, makroökonomischen Entwicklungen in Europa und China und natürlich von KI. Unser Forschungsteam konzentriert sich weiterhin intensiv darauf, die potenziellen Investitionsauswirkungen dieser Entwicklungen auf unsere Positionen zu verstehen, und zu analysieren, ob die daraus resultierende Unsicherheit attraktive Chancen bietet.

AKTIVE BETEILIGUNG IM FOKUS: UNSER ABSTIMMUNGSVERHALTEN

Verantwortung übernehmen ist unsere Art und Weise, unseren Einfluss im Dienst der langfristigen Wertschöpfung für Aktionäre auszuüben. Im Laufe der Zeit haben wir eine Reihe von bewährten Verfahren entwickelt, die uns dabei helfen, konstruktive und dauerhafte Beziehungen zu den Managementteams der Unternehmen aufzubauen, in die wir investieren.

Verantwortung bezieht sich auf das verantwortungsvolle Management von Vermögenswerten durch Einflussnahme, im Dienst der langfristigen Wertschöpfung für Aktionäre, Kunden und Begünstigte. Einfluss kann am besten durch fortlaufenden, konstruktiven Austausch mit der Unternehmensleitung über die Schlüsselprobleme, die das Unternehmen betreffen, ausgeübt werden. Wir haben daher eine beträchtliche Menge an Zeit damit verbracht, über die effektivste Methode nachzudenken, um diese Gespräche zu führen. Durch diese Gespräche können wir a) die Unternehmen, in die wir investieren, und die Abwägung von Risiken und Erträgen verstehen und b) die betreffenden Unternehmen bei Bedarf in Richtung langfristiger Wertschöpfung für Aktionäre lenken.

Die Übernahme von Verantwortung war schon immer ein integraler Bestandteil unserer langfristigen aktiven Anlagephilosophie. Im Folgenden finden Sie einige der Grundsätze, die unseren Ansatz zur Vermögensverwaltung definieren und sich im Rahmen unseres Investitionsprozesses im Laufe der Zeit bewährt haben.

VERANTWORTUNGSVOLLE PRINZIPIEN

1. Gründliche Recherche, um das Geschäft zu verstehen

Intellektuelle Neugier auf die Unternehmen und Geschäftsbereiche, die wir untersuchen, ist die Grundlage für erfolgreiches Handeln. Diese fundierte Neugier führt uns dazu, die Schlüsselfragen zu untersuchen, Hypothesen zu prüfen und fundierte Schlussfolgerungen zu treffen. Die wesentlichen Themen müssen daraufhin auch quantifiziert werden, um die potenziellen Investitionsrisiken und -möglichkeiten zu bewerten. Um ein erfolgreiches geistiges und finanzielles Modell für eine potenzielle Investition aufzubauen, sind die folgenden Schritte erforderlich:

- a. Inkrementelles Denken vermeiden: Es ist wichtig zu verstehen, warum ein Unternehmen seine bisherigen Gewinnspannen aus einer fundamentalen und nicht aus einer kurzfristigen Sichtweise heraus erwirtschaftet hat. Ein auf Null basierender Modellierungsansatz hilft dabei, die tatsächliche Chance oder Bedrohung für ein Unternehmen aufzudecken. Wir fragen uns beispielsweise, warum ein Unternehmen Gewinn macht, anstatt warum die Gewinne um einen bestimmten Prozentsatz steigen oder fallen könnten.
- b. Wichtige Themen mit Experten besprechen: Es ist wichtig, gezielt eine breite Palette von Perspektiven aus verschiedenen Quellen einzuholen. Dazu gehören

unter anderem Management, Branchenexperten und Verkaufs-Analysten. Insbesondere ist die Bear-Analyst-Perspektive eine effektive Möglichkeit, Annahmen unter Druck zu testen.

2. Das Augenmerk auf die wichtigsten Themen legen

Umfassende Recherchen sind unerlässlich, um die Gespräche mit dem Management auf die Themen zu konzentrieren, die das größte Potenzial haben, die Investitionsentscheidung zu beeinflussen. Das bedeutet nicht, dass wir, wenn wir ein Treffen mit einem Management-Team haben, bereits alles wissen sollten, was es über das Unternehmen zu wissen gibt, oder dass wir die Anlagethese bereits vollständig durchdacht haben. Es kann viel produktiver sein, die Diskussion zu nutzen, um eine Hypothese zu prüfen und dabei offen für „das zu sein, was wir nicht wissen.“ Es kann aber auch effektiv sein, individuelle Überzeugungen und Meinungen zumindest anfangs zurückzuhalten und dem Managementteam Raum zu geben, um zuerst deren Perspektiven darzulegen. Das Zuhören kann viel dazu beitragen, Glaubwürdigkeit zu verankern und wichtige Diskussionslinien aufzudecken, die sonst vielleicht nicht ans Licht gekommen wären.

Wir sind vielleicht bestens mit den wichtigsten Themen vertraut, aber wir könnten auch umfangreiche Hilfe benötigen, um die Entscheidungen des Managementteams zu verstehen. Die Themen können umwelt-, sozial- oder leitungsbezogen sein oder auch andere Aspekte betreffen. Wenn diese Themen zu den wesentlichsten in finanzieller Hinsicht gehören, sollten sie genauso eingehend erörtert werden wie alle anderen Kernfragen des Unternehmens.

3. Beziehungen über die Zeit hinweg aufbauen und stärken

Einer der Vorteile, die wir als Deep-Value- Anleger haben, ist, dass die Unternehmen, in die wir investieren, vorübergehende Schwierigkeiten haben. Das Managementteam ist daher eher neugierig auf unsere Sichtweise zu wichtigen Geschäftsfragen. Wir müssen uns jedoch das Recht erarbeiten, dass unsere Standpunkte berücksichtigt werden. Einige der Wege, auf denen wir diese Beziehungen erfolgreich aufgebaut und über die Zeit hinweg gestärkt haben, sind unter anderem:

- a. Persönliche Besuche: Wir glauben, dass es wichtig ist, persönliche Besuche bei allen Managementteams der Unternehmen zu machen, in die wir investieren. Idealerweise führen wir diese Besuche außerhalb der offiziellen Roadshows durch, bei denen eher nur

ein bestimmter Tagesordnungspunkt zur Diskussion steht. Wir bevorzugen auch die Einberufung kleinerer Gruppen von wichtigen Entscheidungsträgern, um ein aufrichtiges, aber detailliertes Gespräch zu ermöglichen.

- b. Proaktive Kommunikation: In Einzelfällen, in denen wir der Meinung sind, dass es notwendig ist, unsere Diskussionen zu vertiefen, z. B. wenn wir während der Generalversammlungs-Saison gegen das Management stimmen, ist es wichtig, dem Managementteam im Voraus die Begründung für diese Abstimmung mitzuteilen. Wir sind der Meinung, dass dies dazu beiträgt, die Beziehung aufrechtzuerhalten, selbst wenn wir öffentlich nicht mit den Entscheidungen des Managements einverstanden sind. Um dies effektiv zu tun, müssen wir zunächst das Vertrauen und den Respekt des Managementteams gewonnen haben.

Der Aufbau dieser Beziehungen auf lange Sicht ist von wesentlicher Bedeutung. Aus Gesprächen ausgeschlossen zu werden, weil wir keine effektive Verantwortung übernehmen, beeinträchtigt unser Verständnis des Geschäfts und letztendlich unsere Fähigkeit, Einfluss auszuüben.

BEISPIELE FÜR DIE ÜBERNAHME VON VERANTWORTUNG (STEWARDSHIP)

Weitere Informationen über unseren Stewardship-Ansatz und Beispiele aus dem Jahr 2024 finden Sie in unserem kürzlich veröffentlichten [Stewardship-Bericht](#)

FAZIT

Einfluss auszuüben ist nicht dasselbe wie Forderungen an ein Managementteam zu stellen. Das erfordert tiefes Wissen über das Unternehmen, ein echtes Verständnis dessen, was wichtig ist, und die Etablierung unserer Position als vertrauenswürdiger Berater im Laufe der Zeit. Wir profitieren davon, ein integriertes Anlageteam von Experten in den betreffenden Unternehmen und Branchen zu haben, anstatt ein separates Stewardship-Team bzw. eine Checkliste mit Fragen, die man dem Management bei jedem Gespräch stellt. Wenn die Denkweise bei den Anlage-Gesprächen auf eine langfristige Partnerschaft ausgerichtet ist, haben wir unserer Erfahrung nach oft die Möglichkeit, entsprechend zu handeln—was letztendlich auch im besten Interesse unserer Kunden ist.

POSITION IM FOKUS: SAMSUNG ELECTRONICS

Samsung befindet sich in einem zyklischen Abschwung auf dem globalen Speichermarkt, der sich auf sein Kerngeschäft auswirkt. Dennoch ist das Unternehmen mit seiner Vormachtstellung im Bereich der konventionellen Speicherchips, seinen starken Franchises im Bereich der Unterhaltungselektronik und seiner robusten Bilanz gut aufgestellt für eine kräftige Erholung und langfristiges, nachhaltiges Gewinnwachstum.

Koreas Samsung Electronics ist vielleicht am besten für seine hochwertigen OLED-Fernseher, Audiogeräte, die beliebten Galaxy-Smartphones und eine breite Palette von Haushaltsgeräten bekannt. Ein Teil des Geschäfts, den die Verbraucher nicht sehen – Speicherchips – treibt den Großteil der Einnahmen des Konglomerats an, aber es ist auch das, was die Bewertung der Aktie beeinträchtigt. Der Abschwung auf dem Speichermarkt hat sich auf die Rentabilität von Samsung ausgewirkt, und die Anleger befürchten, dass die Konkurrenten des Unternehmens einen uneinholbaren Vorsprung bei einem bestimmten Typ von High-End-Speicher haben, der für KI-Anwendungen benötigt wird.

Wir erwarten, dass sich der zyklische Speichermarkt letztendlich normalisiert, wenn Angebot und Nachfrage wieder ins Gleichgewicht kommen, während Samsung seine Vormachtstellung bei herkömmlichen Chips beibehalten sollte. Da die Aktien trotz eines prognostizierten jährlichen Gewinnwachstums von 15 % mit einem niedrigen zweistelligen Gewinnmultiplikator gehandelt werden¹, sind wir der Meinung², dass die Anleger Samsungs Größenordnung und Finanzkraft, die moderaten Investitionen in das Wachstum und die dominierenden Smartphone-, Display- und Unterhaltungselektronik-Franchises unterbewerten, während sie im Hinblick auf den technologischen Rückstand des Unternehmens bei den Speicherchips der nächsten Generation überreagieren.

SAMSUNG: EIN BREIT AUFGESTELLTES, GLOBALES ELEKTRONIKKONGLOMERAT

Obwohl Speicher der Haupttreiber für die erwartete Ergebnisverbesserung von Samsung sind, stammt etwa ein Drittel der geschätzten normalen Ertragskraft des Unternehmens – was einem Umsatz von etwa 147 Milliarden US-Dollar im Geschäftsjahr 2024 entspricht – aus seinen anderen Segmenten (Abbildung 1). Die Tochtergesellschaft Samsung Display mit 58.000 Mitarbeitern und einem Umsatz von 20 Milliarden US-Dollar entwickelt und produziert OLED-Displays bzw. Monitore für Geräte wie Smartphones, Laptops und Fernseher. Dieses Geschäft hat einen führenden globalen Marktanteil³ von 50 % und macht etwa 10 % des unternehmensweiten Umsatzes von Samsung aus.

1. FactSet; Schätzung EBIT CAGR FY24-FY27
2. Investitionsausgaben (CapEx)
3. TechInsights

	Kurs	Gewinn je Aktie			KGV		
		Ge-schäfts-jahr 25E	Ge-schäfts-jahr 26E	Normal*	Ge-schäfts-jahr 25E	Ge-schäfts-jahr 26E	Normal**
Samsung Electronics	57.800 KRW	4.697 KRW	6.003 KRW	8.200 KRW	12,3x	9,6x	8,2x

Das Geschäftsjahr endet jeweils zum 31. März.

*Pzena-Schätzung der normalen Erträge.

**Global angepasstes Kurs-Normal-Multiple auf der Grundlage des Diskontsatzes für Korea.

Quelle: FactSet, Analyse von Pzena. Daten vom 31. März 2025

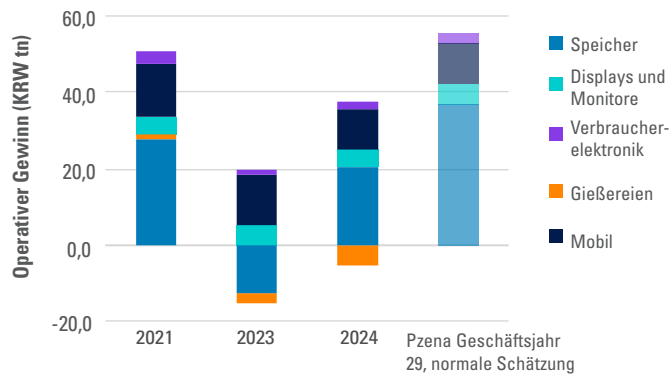
Samsungs Halbleiter-Foundry-Geschäft weist zwar einen relativ geringen Umfang auf, ist aber mit einem Jahresumsatz von 18 Mrd. USD immer noch der zweitgrößte Chiphersteller der Welt hinter TSMC⁴. Dieses Unternehmen ist in den letzten zwei Jahren in die roten Zahlen geraten, obwohl die Verluste durch die Verbesserung der Erträge oder die Reduzierung der Kapazitäten voraussichtlich geringer ausfallen werden, und wir in unserem Modell nur eine Gewinn- und Verlustneutralität annehmen.

Samsungs Mobilsparte ist ein globaler Gigant und verzeichnete im vergangenen Jahr den Verkauf von 223 Millionen Smartphones (zweiter nach Apple)⁵, was einem Betriebsergebnis von 7 Milliarden US-Dollar entspricht. Dieses Segment, das unserer Schätzung nach etwa 20 % des normalen Betriebsergebnisses ausmacht, hat als Gewinnballast für das Unternehmen gewirkt, mit stabilen Volumen, zweistelligen, aber niedrigen Margen, die in einem bestimmten Bereich liegen, und einem stetig steigenden ASP, das durch beliebte High-End-Modelle wie das faltbare Galaxy Z-Telefon⁶ angetrieben wird.

Über seine riesige Unterhaltungselektroniksparte verkaufte Samsung im vergangenen Jahr 31 Millionen PCs (die fünfthöchsten weltweit)⁷, gehört zu den führenden Herstellern von Kühlschränken, Mikrowellen, Waschmaschinen und anderen Geräten und ist der weltweit größte TV-Hersteller – eine Position, die es seit 19 aufeinanderfolgenden Jahren innehat⁸.

4. Bloomberg Intelligence
5. Bloomberg Intelligence
6. Durchschnittlicher Verkaufspreis
7. Bloomberg Intelligence
8. Samsung, Omdia

Abbildung 1: Segmentgewinne von Samsung



Quelle: eingereichte Unterlagen des Unternehmens, Analyse von Pzema

SPEICHER: EINE WESENTLICHE KOMPONENTE DES MODERNEN DATENVERARBEITUNG

Dynamisches Random-Access-Memory oder DRAM ist eine Art von Speicher, die einer CPU oder GPU schnellen Zugriff auf temporäre Datenspeicher bietet, damit Programme effizient ausgeführt werden können. Es ist eine entscheidende Komponente in immer leistungsfähigeren elektronischen Geräten, wie Smartphones, PCs, Tablets und Servern. Seit 2007 ist die DRAM-Nachfrage mit einer Wachstumsrate von fast 26 % pro Jahr gestiegen⁹, wobei die branchenweiten Einnahmen im Jahr 2024 100 Milliarden US-Dollar erreichen werden¹⁰. DRAM macht in der Regel weniger als 10 % der Gesamtkosten eines Systems aus, ist jedoch für das Funktionieren moderner CPUs unerlässlich, d. h. das Volumen sollte mit der Rechenleistung weiter steigen.

Die Branche ist als ein attraktives Oligopol strukturiert, wobei Samsungs führender Marktanteil von 39 % von seinem koreanischen Konkurrenten SK Hynix und dem in den USA ansässigen Unternehmen Micron gefolgt wird. Diese drei Unternehmen bedienen zusammen fast 94 % des Marktes¹¹. Samsungs historische Dominanz im Bereich konventioneller DRAM-Speicher ist das Ergebnis seines Umfangs und seiner überlegenen Technologie, die dem Unternehmen einen erkennbaren Kostenvorteil gegenüber Hynix und Micron verschafft.

Der HBM-Speicher (High-Bandwidth-Memory) ist eine Art von nicht-konventionellem DRAM, der eine Datenübertragung mit extrem hoher Bandbreite ermöglicht, die für künstliche Intelligenz und andere neue Technologien benötigt wird. Obwohl HBM heute noch nicht ein wesentlicher Bestandteil des Speicherblocks ist, wird erwartet, dass er mit der Zeit ein immer größerer Teil des Gewinnpools ausmachen wird und somit ein wichtiger Wachstumstreiber ist.

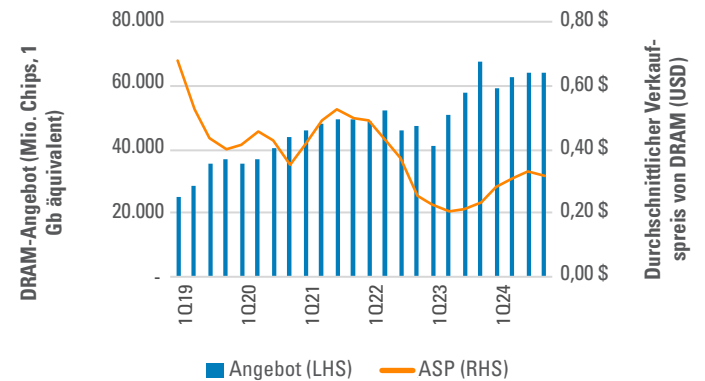
9. Compound Annual Growth Rate; UBS Gesamt-DRAM-Nachfrage (M 1 Gb) 2007-24
 10. UBS
 11. Bernstein: Schätzungen für 2024

Obwohl es nur ein viel kleinerer Teil ihres gesamten Speichergeschäfts ist, hält Samsung auch eine führende¹² Marktanteilsstellung von etwa 29 % bei NAND-Flash inne, einer Speichertechnologie, die in tragbaren Speichervorrichtungen wie USB-Sticks und SD-Karten verwendet wird. Die NAND-Industrie ist etwa halb so umfangreich wie die DRAM-Industrie, aber sie ist ähnlich konzentriert, wobei die sechs größten Akteure 90 % des Angebots kontrollieren¹³.

TRENDWEDE IM GEDÄCHTNISZYKLUS

Der Anstieg der Konsumausgaben in den ersten Monaten der COVID-19-Pandemie war insbesondere bei Unterhaltungselektronik sehr stark, wobei sich der Absatz von Notebooks und Tablets im vierten Quartal 2020 um 44 % bzw. 81 % erhöhte¹⁴. Speicheranbieter haben, unter der Annahme einer anhaltenden Spitzennachfrage, die Kapazitäten im gesamten Jahr 2021/22 erhöht, kurz bevor die Endnachfrage begann, sich zu normalisieren; als Ergebnis kollabierten die konventionellen DRAM-Preise und senkten die branchenweite Rentabilität im Jahr 2023, wobei der Markt noch heute mit dem Überangebot zu kämpfen hat. NAND, das ebenfalls von Überangebot betroffen ist, befindet sich ebenfalls in einem Abwärtstrend, wobei die Preise im Jahr 2023 im Vergleich zum Vorjahr um fast 50 % gefallen sind, was den Gewinnrückgang in Samsungs Kernspeicherbereich verschärft hat.

Abbildung 2: Konventionelle DRAM-Preise reagieren auf Überangebot



Mizuho; ASP und Lieferung von konventionellem DRAM (HBM ausgenommen)

Samsung hat Milliarden an Dollar ausgegeben, um die Produktion von herkömmlichen, weniger fortschrittlichen Speicherchips zu steigern, deren Nachfrage aufgrund der Minderung der Lagerbestände nachgelassen hat. Im Kontext ist zu beachten, dass die Investitionen von Samsung in DRAM zwischen 2021 und 2023 51 % der gesamten Investitionen der Branche ausmachten¹⁵, während die DRAM-Verkäufe nur 43 % des weltweiten

12. Morgan Stanley
 13. Morgan Stanley
 14. Morgan Stanley
 15. Mizuho

Umsatzes der Branche ausmachten¹⁶. Die Cash-Rendite für DRAM, die sowohl die Betriebskosten als auch die Investitionsausgaben umfasst, sank im Jahr 2023 auf 3 %¹⁷, nachdem sie vor der COVID-Pandemie im Durchschnitt bei über 30 % lag. Da die Aktie im Vergleich zu ihrem Höchststand Anfang 2021 um etwa 50 % gefallen ist, haben wir Ende 2024 unsere Beteiligung erheblich erhöht.

DRAM-MIX-VERSCHIEBUNG UND DIE HBM-KONTROVERSE

Das Management von Samsung konzentriert sich darauf, was es kontrollieren kann, um die Rentabilität in seinem Kerngeschäft mit Speichermedien zu verbessern. Das Unternehmen zieht die Investitionen in die Wafer-Erweiterung zurück und lenkt die Ausgaben auf die Knoten-Migration und die HBM-Kapazität um. Dies sollte zu einer Mischung bei Speichern führen, die weniger anfällig für Überangebot an veralteten Knoten ist und eher mit der Vorreiterrolle von Hynix und Micron übereinstimmt.

Es überrascht nicht, dass die Anleger angesichts des langfristigen Wachstumspotenzials und der Bedeutung für die KI-Revolution auf HBM fixiert sind. In diesem Zusammenhang ist Samsung bisher hinter Hynix und Micron zurückgeblieben, was die Qualifikation für High-End-HBM für KI-GPUs–insbesondere NVIDIAs–angeht, was bei den Anlegern einige Bedenken hervorruft. Basierend auf unseren Recherchen sind wir der Meinung, dass Samsungs mangelnde Qualifikation eher das Ergebnis dessen ist, dass das Unternehmen von der Geschwindigkeit überrascht wurde, mit der die Nachfrage nach KI explodiert ist, als dass es eine unüberwindbare Technologielücke bei den Wettbewerbern auf HBM-Chips gibt. Wir glauben daher, dass Samsung letztendlich an der erwarteten Nachfragerwelle teilhaben wird und möglicherweise Marktanteile erwirbt, die nahezu proportional zu ihrem herkömmlichen DRAM-Anteil sind.

DIE BILANZ VON FORTRESS UNTERSTÜTZT HÖHERE KAPITALRENDITEN

Ferner ist erwähnenswert, dass Samsung 63 Milliarden US-Dollar an Netto-Barmittel auf seiner Bilanz hat, während seine beiden Konkurrenten–Hynix und Micron–verschuldet sind. Der Technologieriese verfügt eindeutig über die finanziellen Mittel, um Kapital an die Aktionäre zurückzugeben, und die Geschäftsleitung tut genau das. Seit 2018, als Samsung seine Kapitalrenditepolitik verbessert hat, hat das Unternehmen fast 67 Milliarden US-Dollar an kumulierten Dividenden an die Aktionäre ausgezahlt, was 34 % des gesamten Nettogewinns entspricht¹⁸. Ermutigend ist, dass Samsung zum ersten Mal seit 2017 damit begonnen hat, seine Aktien zurückzukaufen, und wir erwarten, dass das Unternehmen weiterhin einen größeren Teil seiner Rücklagen an die Aktionäre zurückgeben wird.

16. Mizuho, Unternehmensberichte, Analyse von Pzena

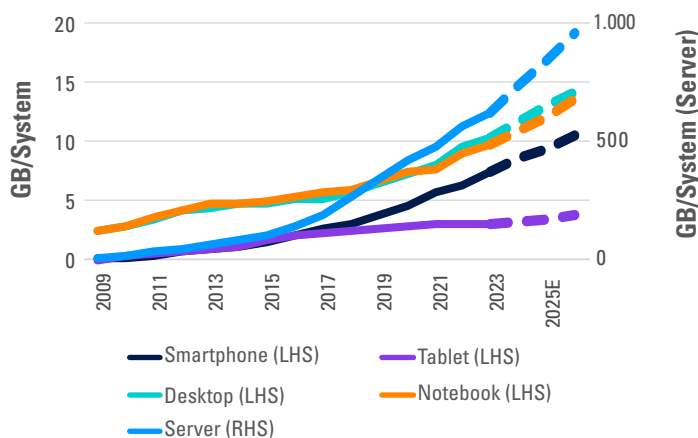
17. Eingereichte Unterlagen des Unternehmens, Analyse von Pzena

18. Eingereichte Unterlagen des Unternehmens, Analyse von Pzena

FAZIT

Es ist leicht, sich eine in naher Zukunft elektrifizierte, vernetzte und technologisch fortschrittlichere Welt vorzustellen. DRAM–insbesondere fortschrittliche Knoten und zunehmend HBM–wird zweifellos eine entscheidende Rolle dabei spielen, eine solche Umgebung zu ermöglichen. In den letzten zwei Jahrzehnten ist der Speicherplatz auf Geräten stetig gestiegen, wobei der DRAM-Speicher für Server ein exponentielles Wachstum aufweist (zum Teil angetrieben durch KI-Server), während die Rechenleistung weiter zunimmt.

Abbildung 3: Der DRAM-Inhalt pro System sollte weiter wachsen



Quelle: Bernstein

Nach einer Phase etwas zu kurzfristiger Überinvestitionen ist Samsung unseres Erachtens gut positioniert, um von einem erwarteten Speicher-Aufschwung zu profitieren. Was das US-Zollrisiko betrifft, so sind Smartphones, PCs und andere Elektronikgeräte – einschließlich der Speicherchips selbst – derzeit von den gegenseitig auferlegten Abgaben ausgenommen, so dass die direkte Auswirkung auf Samsung minimal ist. Wir überwachen die Situation jedoch genau, und unser Modell spiegelt eine breitere Palette von Ergebnissen wider, die die Unsicherheit der US-Handelspolitik reflektieren.

Selbst in dem unwahrscheinlichen Szenario, dass Samsung strukturell hinter seinen Wettbewerbern an der Spitze bei HBM zurückbleibt und die historische Wettbewerbsdynamik des Unternehmens bei konventionellem DRAM sich verschlechtert, was zu dauerhaften Erträgen wie bei Rohstoffen führt–wovon wir keine Anzeichen gesehen haben–glauben wir, dass die Aktie heute fair bewertet ist, was darauf hindeutet, dass das HBM-Negativszenario weitgehend eingepreist ist.

In einem konzentrierten Markt mit drei Marktteilnehmern dürften die Gewinne aus dem DRAM-Wachstum in den kommenden Jahren größtenteils Samsung zugute kommen, was der Markt mit einem 8,2-fachen Multiplikator auf unsere Schätzung der normalen Gewinne unserer Ansicht nach nicht würdigt.

Anlagestrategien von Pzena

	UNGEFÄHRE ZAHL DER POSITIONEN	ANLAGEUNIVERSUM	TYPISCHE KUNDENBEN- CHMARKS	AUFLEGUNG DER STRATEGIE	SEITENNR.
GLOBALE STRATEGIEN / STRATEGIEN FÜR MÄRKTE AUSSERHALB DER USA					
Global Value	60–95	2.000 größte Unternehmen weltweit	MSCI World ¹	01/2010	15
Global Focused Value	40–60	2.000 größte Unternehmen weltweit	MSCI ACWI	1/2004	16
International Value	60–80	1.500 größte Unternehmen außer- halb der USA	MSCI EAFE ¹	11/2008	17
International Focused Value	30–50	1.500 größte Unternehmen außer- halb der USA	MSCI ACWI ex USA	1/2004	18
International Small Cap Focused Value	40–70	MSCI World ex USA Small Cap	MSCI World ex USA Small Cap	10/2016	19
Schwellenländer Focused Value	40–80	1.500 größte Unternehmen außer- halb der Industrie- länder	MSCI Schwellenländer	01/2008	20
European Focused Value	40–50	750 größte Unternehmen in Europa	MSCI Europe	08/2008	21
Japan Focused Value	25–40	750 größte Unternehmen in Japan	TOPIX	07/2015	22
US-STRATEGIEN					
Large Cap Value	50–80	500 größte US-amerikanische Unternehmen	Russell 1000 Value®	07/2012	23
Large Cap Focused Value	30–40	500 größte US-amerikanische Unternehmen	Russell 1000 Value®	10/2000	24
Focused Value	30–40	1.000 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value®	1/1996	25
Mid Cap Focused Value	30–40	1.000 US-Unternehmen (Rang 201 – 1200)	Russell Mid Cap Value®	09/1998	26
Small Cap Focused Value	40–50	2.000 US-Unternehmen (Rang 1001 – 3000)	Russell 2000 Value®	1/1996	27

Alle unsere Strategien folgen dem gleichen Value-Anlageprozess und der gleichen Anlagestrategie. Der Hauptunterschied liegt im jeweiligen Anlageuniversum.

¹ Auch in den Versionen MSCI ACWI und MSCI ACWI ex-USA verfügbar

PZENA GLOBAL VALUE

Die globalen Märkte zeigten eine gemischte Performance, wobei viele europäische Indizes aufgrund der Ankündigung umfangreicher steuerlicher Anreize zweistellig zulegten, während die US-Märkte - insbesondere der Technologiesektor - schwächelten. Unser Portfolio hat die umfassende Indexierung deutlich übertroffen und profitiert von der Stärke in Europa und ausgewählten Gesundheitsaktien.

Die Gesundheitsbranche war in diesem Quartal der am stärksten performende Sektor, wobei CVS Health und Baxter International zu den größten Gewinnern gehörten. CVS erholte sich nach der Bekanntgabe verminderter Verluste in seinem Medicare Advantage-Geschäft, während der Medizinprodukte-Hersteller Baxter zulegte, nachdem er eine geringer als erwartet ausgefallene Auswirkung auf die Produktion in seiner IV-Produktionsanlage durch Hurricane Helene gemeldet hatte. Der chinesische E-Commerce-Gigant Alibaba verzeichnete ebenfalls starke Gewinne nach der Veröffentlichung seines wettbewerbsfähigen KI-Sprachmodells.

Der diskretionäre Konsum ging zurück, und PVH Corp, Eigentümer der Marken Tommy Hilfiger und Calvin Klein, war der größte Verlierer, nachdem er auf die chinesische Liste der „unzuverlässigen Unternehmen“ gesetzt wurde - das erste nicht-militärische Unternehmen, das diese Einstufung erhielt, wahrscheinlich als Reaktion auf die US-Handelspolitik. Die Aktien von Skyworks, einem führenden Anbieter von Hochfrequenz-Komponenten für Smartphones, fielen nach der Bekanntgabe eines Rückgangs im Bereich des iPhone 17, während der Konsumgüterhersteller Newell Brands trotz der über den allgemeinen Erwartungen liegenden Unternehmensgewinne aufgrund eines etwas schwächer als erwarteten Nachfrage-Ausblicks in Verbindung mit Befürchtungen über die Auswirkungen von Zöllen nachgab.

Wir haben eine Position in Julius Baer initiiert, einem weltweit führenden Vermögensverwalter mit einem gebührenbasierten, cash-generierenden und risikoarmen Kreditmodell, das sich in den letzten Jahren von selbstverschuldeten Rückschlägen erholt hat. Es ist gut positioniert, um von dem steigenden Wohlstand in Asien, Lateinamerika und dem Nahen Osten zu profitieren. Wir sind auch eine Position in der Bank of Ireland Group, einer der beiden führenden Banken Irlands, eingegangen, die zusammen etwa 60 % des Einlagenmarktes des Landes kontrollieren. Wir sind der Ansicht, dass die Bank von der jüngsten Konsolidierung im irischen Bankensektor

sowie von der äußerst gewinnbringenden Übernahme des irischen Hypothekenportfolios der KBC Bank profitieren wird.

Wir sind aus Edison International ausgestiegen, da eine größere Anzahl von Ereignissen nach

den Waldbränden in Kalifornien zu Bedenken hinsichtlich der Lebensfähigkeit des California Wildfire Fund geführt hat, der es den Versorgungsunternehmen des Staates ermöglicht, einige mit Waldbränden verbundene Zahlungen zu erstatten. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.01.2010
Pzena Global Value Composite – brutto	5,6 %	5,6 %	7,0 %	7,4 %	18,5 %	8,2 %	8,8 %
Pzena Global Value Composite – netto	5,5 %	5,5 %	6,5 %	6,8 %	17,9 %	7,6 %	8,3 %
MSCI World Index	-1,8 %	-1,8 %	7,0 %	7,6 %	16,1 %	9,5 %	9,7 %
MSCI World Value Index	4,8 %	4,8 %	8,7 %	7,0 %	150 %	7,1 %	7,7 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertenwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

Baxter International	3,1 %
Cognizant Tech	3,1 %
Nokia	3,0 %
Samsung Electronics	2,9 %
CVS Health	2,9 %
Amdocs Ltd	2,6 %
Daimler Truck Holding	2,5 %
Charter Communications	2,5 %
Dow (USD)	2,5 %
SS&C Technologies Positionen	2,5 %
Gesamt	27,6 %

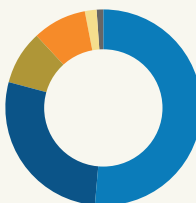
PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	8,2x	14,1x*
KGV (Prognose über 1 Jahr)	11,3x	18,8x
KBV	1,3x	3,4x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	27,0 \$	21,8 \$
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	77,0 \$	614,9 \$
Aktiver Anteil	95,4 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	19,2 %	16,2 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	60	1,352

Quelle: MSCI World Index, Analyse von Pzena

*Median des Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Nordamerika	52 %	75 %
Europa ex-U.K.	28 %	13 %
Schwellenländer	9 %	0 %
Vereinigtes Königreich	9 %	4 %
Japan	2 %	5 %
Dev Industrieländer ohne Japan	1 %	1 %
Australien/Neuseeland	0 %	2 %

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienste	2 %	8 %
Zyklische Konsumgüter	9 %	10 %
Basiskonsumgüter	8 %	6 %
Energie	3 %	4 %
Finanzen	21 %	17 %
Gesundheit	19 %	11 %
Industrie	8 %	11 %
Informationstechnologie	19 %	24 %
Grundstoffe	7 %	3 %
Immobilien	2 %	2 %
Versorger	2 %	3 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %.

PZENA GLOBAL FOCUSED VALUE

Die globalen Märkte zeigten eine gemischte Performance, wobei viele europäische Indizes aufgrund der Ankündigung umfangreicher steuerlicher Anreize zweistellig zulegten, während die US-Märkte - insbesondere der Technologiesektor - schwächelten. Unser Portfolio hat die umfassende Indexierung deutlich übertroffen und profitiert von der Stärke in Europa und ausgewählten Gesundheitsaktien.

Die Gesundheitsbranche war in diesem Quartal der am stärksten performende Sektor, wobei CVS Health und Baxter International zu den größten Gewinnern gehörten. CVS erholte sich nach der Bekanntgabe verminderter Verluste in seinem Medicare Advantage-Geschäft, während der Medizinprodukte-Hersteller Baxter zulegte, nachdem er eine geringer als erwartet ausgefallene Auswirkung auf die Produktion in seiner IV-Produktionsanlage durch Hurricane Helene gemeldet hatte. Der chinesische E-Commerce-Gigant Alibaba verzeichnete ebenfalls starke Gewinne nach der Veröffentlichung seines wettbewerbsfähigen KI-Sprachmodells.

Der diskretionäre Konsum ging zurück, und PVH Corp, Eigentümer der Marken Tommy Hilfiger und Calvin Klein, war der größte Verlierer, nachdem er auf die chinesische Liste der „unzuverlässigen Unternehmen“ gesetzt wurde - das erste nicht-militärische Unternehmen, das diese Einstufung erhielt, wahrscheinlich als Reaktion auf die US-Handelspolitik. Der kanadische Automobilzulieferer Magna verzeichnete ebenfalls einen Rückgang, was auf die anhaltende Schwäche der Nachfrage nach Elektrofahrzeugen und die Unsicherheit im Zusammenhang mit den Zöllen zurückzuführen ist. Die Aktien von Skyworks, einem führenden Anbieter von Hochfrequenz-Komponenten für Smartphones, fielen, nachdem das Unternehmen einen Rückgang der Inhalte in Bezug auf das iPhone 17 bekannt gegeben hatte.

Wir haben eine Position in Julius Baer initiiert, einem weltweit führenden Vermögensverwalter mit einem gebührenbasierten, cash-generierenden und risikoarmen Kreditmodell, das sich in den letzten Jahren von selbstverschuldeten Kunden erholt hat. Es ist gut positioniert, um von dem steigenden Wohlstand in Asien, Lateinamerika und dem Nahen Osten zu profitieren. Wir sind auch eine Position in der Bank of Ireland Group, einer der beiden führenden Banken Irlands, eingegangen, die zusammen etwa 60 % des Einlagenmarktes des Landes kontrollieren. Wir sind der Ansicht, dass die Bank von der jüngsten

Konsolidierung im irischen Bankensektor sowie von der äußerst gewinnbringenden Übernahme des irischen Hypothekenportfolios der KBC Bank profitieren wird. Wir sind aus Edison International ausgestiegen, da eine größere Anzahl von Ereignissen nach

den Waldbränden in Kalifornien zu Bedenken hinsichtlich der Lebensfähigkeit des California Wildfire Fund geführt hat, der es den Versorgungsunternehmen des Staates ermöglicht, einige mit Waldbränden verbundene Zahlungen zu erstatten. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.01.2004
Pzena Global Focused Value Composite – brutto	6,6%	6,6%	7,8%	7,7%	19,1%	8,0%	6,7%
Pzena Global Focused Value Composite – netto	6,4%	6,4%	7,0%	6,9%	18,2%	7,2%	5,8%
MSCI All Country World Index	-1,3%	-1,3%	7,2%	6,9%	15,2%	8,8%	7,8%
MSCI All Country World Value Index	4,8%	4,8%	8,6%	6,6%	14,4%	6,7%	6,6%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

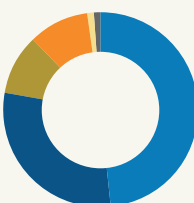
Baxter International	3,3%
CVS Health	3,2%
Cognizant Tech A	3,1%
Daimler Truck Holding	3,0%
Dollar General	2,8%
Charter Communications A	2,8%
Samsung Electronics	2,6%
Alibaba Group Holding	2,6%
Beratungsverträge (Humana)	2,5%
Capital One Financial	2,4%
Gesamt	28,3%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	8x	14,1x*
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10,9x	17,9x
KBV	1,2x	3,1x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	24,6\$	13,4\$
Gew. durchschnittl. Marktkap. (in Mrd. USD)	64,5\$	567,0\$
Aktiver Anteil	96,2%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	20,2%	15,7%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	50	2,558

Quelle: MSCI EAFE Index, Analyse von Pzena
*Median des Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Nordamerika	48%	67%
Europa ex-U.K.	29%	12%
Vereinigtes Königreich	10%	3%
Schwellenländer	10%	10%
Dev Industrieländer ohne Japan	1%	1%
Japan	1%	5%
Australien/Neuseeland	0%	2%

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienste	3%	8%
Zyklische Konsumgüter	11%	11%
Basiskonsumgüter	10%	6%
Energie	4%	4%
Finanzen	22%	18%
Gesundheit	18%	10%
Industrie	9%	11%
Informationstechnologie	11%	23%
Grundstoffe	7%	4%
Immobilien	2%	2%
Versorger	2%	3%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100%.

PZENA INTERNATIONAL VALUE

Die meisten Aktienmärkte außerhalb der USA haben sich im ersten Quartal gut entwickelt, bevor die US-Zölle angekündigt wurden.

Der Finanzsektor stach heraus, während der chinesische E-Commerce-Riese Alibaba profitierte, nachdem er eine Stabilisierung seines Marktanteils, einige Fortschritte in seinem wachsenden Cloud-Geschäft und greifbare Fortschritte im Bereich der künstlichen Intelligenz vermelden konnte. Die Prognosen für den spanischen Kreditgeber CaixaBank und die Bank of Ireland bestätigten die nachhaltige Ertragskraft und die robuste Kapitalausstattung, selbst in einem Umfeld sinkender Zinssätze.

Lediglich der Bereich Informationstechnologie hat die absolute Performance marginal beeinträchtigt, und am stärksten rückläufig war TDK, ein Hersteller verschiedener elektronischer Komponenten, der nach der Senkung der Exportsteuerrabatte auf Lithium-Ionen-Batterien durch die chinesische Regierung eine unterdurchschnittliche Performance erzielte. Der britische Lebensmittelhändler J. Sainsbury's verzeichnete ebenfalls einen Rückgang, da er mit Schwächen in seinem allgemeinen Handelsgeschäft und Bedenken hinsichtlich des zunehmenden Wettbewerbs auf dem britischen Lebensmittelmarkt konfrontiert ist, während der kanadische Automobilzulieferer Magna den Bedenken der Anleger bezüglich der Autozölle nachgab. In jedem Fall sind wir der Ansicht, dass die langfristigen Aussichten für die Gewinne dieser Unternehmen weitaus besser sind, als der Markt sie derzeit bewertet.

Wir haben eine Position im Pharmaunternehmen GSK initiiert, unter der Annahme, dass der Markt die Nachhaltigkeit seiner Impfstoff- und HIV-Behandlungsaktivitäten unterschätzt, während die Entwicklung von Spezialmedikamenten vielversprechende Therapien aufweist, die kurz vor der Markteinführung stehen. Wir haben auch unsere Positionen bei Arkema, Samsung Electronics und Minebeamitsumi aufgrund der Kursverluste aufgestockt. Wir sind vollständig beim Chiphersteller TSMC ausgestiegen und haben die Pharmahersteller Sanofi und Roche sowie die OTP Bank aufgrund der Aktienkursstärke reduziert.

Die kleinen übergewichteten Positionen unseres Portfolios in klassisch

zyklischen Finanzwerten und diskretionären Konsumgütern werden durch übergewichtete Positionen in Gesundheits- und Basiskonsumgütern ergänzt, so dass

wir in dieser Zeit der Ungewissheit über ein breit gefächertes Spektrum an Anlagen verfügen. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.11.2008
Pzena International Value Composite – brutto	10,3 %	10,3 %	15,1 %	9,7 %	17,3 %	6,9 %	9,4 %
Pzena International Value Composite – netto	10,2 %	10,2 %	14,5 %	9,1 %	16,7 %	6,3 %	8,8 %
MSCI EAFE Index	6,9 %	6,9 %	4,9 %	6,1 %	11,8 %	5,4 %	7,0 %
MSCI EAFE Value Index	11,6 %	11,6 %	12,8 %	9,7 %	14,8 %	5,1 %	6,6 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

Daimler Truck Holding	2,9 %
Teleperformance	2,8 %
Reckitt Benckiser Group	2,8 %
Equinor	2,6 %
HSBC Positionen	2,5 %
BASF	2,5 %
ArcelorMittal	2,5 %
Alibaba Group Holding	2,5 %
Michelin	2,5 %
Roche Holding	2,4 %
Gesamt	26,0 %

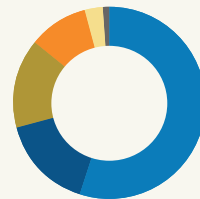
PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	8,2x	14,7x*
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10,1x	14,4x
KBV	1,2x	1,9x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	24,5 \$	15,9 \$
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	57,1 \$	89,3 \$
Aktiver Anteil	88,5 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	18,3 %	16,0 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	62	694

Quelle: MSCI EAFE Index, Analyse von Pzena

*Median des Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europa ex-U.K.	55 %	52 %
Vereinigtes Königreich	16 %	15 %
Japan	15 %	22 %
Schwellenländer	10 %	0 %
Nordamerika	3 %	0 %
Dev Industrieländer ohne Japan	1 %	4 %
Australien/Neuseeland	0 %	7 %
Dev Afrika/Naher Osten	0 %	1 %

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienste	0 %	5 %
Zyklische Konsumgüter	15 %	10 %
Basiskonsumgüter	9 %	8 %
Energie	5 %	4 %
Finanzen	26 %	24 %
Gesundheit	14 %	12 %
Industrie	14 %	18 %
Informationstechnologie	5 %	8 %
Grundstoffe	9 %	6 %
Immobilien	1 %	2 %
Versorger	2 %	3 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %.

PZENA INTERNATIONAL FOCUSED VALUE

Die meisten Aktienmärkte außerhalb der USA haben sich im ersten Quartal gut entwickelt, bevor die US-Zölle angekündigt wurden.

Der Finanzsektor stach heraus, während der chinesische E-Commerce-Riese Alibaba profitierte, nachdem er eine Stabilisierung seines Marktanteils, einige Fortschritte in seinem wachsenden Cloud-Geschäft und greifbare Fortschritte im Bereich der künstlichen Intelligenz vermelden konnte. Die Prognosen für den spanischen Kreditgeber CaixaBank und die Bank of Ireland bestätigten die nachhaltige Ertragskraft und die robuste Kapitalausstattung, selbst in einem Umfeld sinkender Zinssätze.

Kein Sektor beeinträchtigte die absolute Performance, aber am stärksten rückläufig war TDK, ein Hersteller verschiedener elektronischer Komponenten, der nach der Senkung der Exportsteuerrabatte auf Lithium-Ionen-Batterien durch die chinesische Regierung eine unterdurchschnittliche Performance erzielte. Der britische Lebensmittelhändler J. Sainsbury's verzeichnete ebenfalls einen Rückgang, da er mit Schwächen in seinem allgemeinen Handelsgeschäft und Bedenken hinsichtlich des zunehmenden Wettbewerbs auf dem britischen Lebensmittelmarkt konfrontiert ist, während der kanadische Automobilzulieferer Magna den Bedenken der Anleger bezüglich der Autozölle nachgab.

Wir haben eine Position im Pharmaunternehmen GSK initiiert, unter der Annahme, dass der Markt die Nachhaltigkeit seiner Impfstoff- und HIV-Behandlungsaktivitäten unterschätzt, während die Entwicklung von Spezialmedikamenten vielversprechende Therapien aufweist, die kurz vor der Markteinführung stehen. Wir haben auch den europäischen Chemieproduzenten Arkema aufgrund der branchenweiten Schwäche hinzugefügt, da das Unternehmen eine drastische Umstrukturierung seines Portfolios hin zu einem vielfältigeren und spezialisierteren Geschäftsfeld vorgenommen hat. Wir haben auch unsere Positionen bei Sainsbury's, Samsung Electronics und dem koreanischen Kreditinstitut Shinhan Financial aufgrund der Kursverluste aufgestockt. Wir beschafften uns Barmittel für diese Käufe, indem wir Standard Chartered, CaixaBank und den französischen Hotelbetreiber Accor reduzierten, allesamt aufgrund der starken Kursentwicklung.

Die kleinen übergewichteten Positionen unseres Portfolios in klassisch zyklischen

Finanz- und diskretionären Konsumgütern werden durch übergewichtete Positionen in den Bereichen Gesundheitswesen und

Konsumgütern ergänzt, was eine vielfältige Palette an Engagements in dieser Phase der Unsicherheit bietet. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.01.2004
Pzena International Focused Value Composite – brutto	11,4 %	11,4 %	18,3 %	10,8 %	18,6 %	7,6 %	7,2 %
Pzena International Focused Value Composite – netto	11,2 %	11,2 %	17,4 %	10,0 %	17,7 %	6,8 %	6,3 %
MSCI All Country World Ex-U.S. Index	5,2 %	5,2 %	6,1 %	4,5 %	10,9 %	5,0 %	5,9 %
MSCI ACWI ex USA Value – Net Index	8,6 %	8,6 %	11,4 %	7,2 %	13,6 %	4,7 %	5,7 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertenwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

Fresenius Medical Care	3,3 %
BASF	3,2 %
Alibaba Group Holding	2,9 %
Daimler Truck Holding	2,9 %
Reckitt Benckiser Group	2,8 %
Teleperformance	2,7 %
Enel	2,6 %
Samsung Electronics	2,5 %
Equinor	2,5 %
Michelin	2,5 %
Gesamt	27,9 %

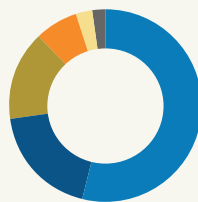
PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	8x	14,7x*
KGV (Prognose über 1 Jahr)	9,5x	13,9x
KBV	1,1x	1,9x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	24,4 \$	10,4 \$
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	56,9 \$	105,1 \$
Aktiver Anteil	91,7 %	0,0 %
Standardabweichung (5 Jahre)	19,2 %	15,3 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	48	1,982

Quelle: MSCI ACWI (ex USA) Index, Analyse von Pzena

*Median des Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europa ex-U.K.	54 %	33 %
Schwellenländer	19 %	29 %
Vereinigtes Königreich	15 %	10 %
Japan	7 %	14 %
Dev Industrieländer ohne Japan	3 %	2 %
Nordamerika	2 %	8 %
Australien/Neuseeland	0 %	4 %
Dev Afrika/Naher Osten	0 %	1 %

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienste	0 %	6 %
Zyklische Konsumgüter	12 %	11 %
Basiskonsumgüter	9 %	7 %
Energie	4 %	5 %
Finanzen	29 %	25 %
Gesundheit	12 %	9 %
Industrie	16 %	14 %
Informationstechnologie	6 %	12 %
Grundstoffe	7 %	6 %
Immobilien	2 %	2 %
Versorger	3 %	3 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %.

PZENA INTERNATIONAL SMALL CAP FOCUSED VALUE

Nicht-US-Märkte in Europa starteten 2025 stark, aber die Small-Cap-Aktien wiesen weltweit weiterhin eine schlechtere Performance als ihre Large-Cap-Pendants auf, wodurch sich die bereits in der Vergangenheit große Bewertungslücke zwischen den beiden Kategorien vergrößerte. In diesem Zusammenhang hat unser Portfolio eine positive Rendite erzielt, lag jedoch im Quartal hinter seiner Benchmark zurück.

Der Sektor der diskretionären Konsumgüter war der größte Verlierer, und der Kinderspielzeug- und Content-Creator Spin Master lag aufgrund der unerwartet schwachen Aussichten für 2025 zurück. Der französische Baukonzern Nexity verzeichnete einen Rückgang der Gewinne und einen flachen Ausblick für 2025, während der Schuhhersteller YueYuen aufgrund der mäßigen chinesischen Nachfrage schwach abschnitt.

Auf der anderen Seite waren die Finanzwerte die herausragenden Performer, wobei die spanische Bank Unicaja ihre starke Performance fortsetzte. Das Agrardienstleistungsunternehmen Origin Enterprises legte nach einem ermutigenden Start in die Aussaatsaison 2025 zu, und KH Neochem, ein Hersteller von Spezialchemikalien mit Nischenanwendungen im Bereich Kühlschmiermittel für Klimaanlage, stieg aufgrund eines verbesserten Kapitalallokationsplans in Verbindung mit einem Rückgang des Lagerbestands bei den Kunden.

Wir haben mehrere Positionen verkauft, darunter jene des italienischen Vermögensverwalters Anima und des britischen Kfz-Versicherer Direct Line im Rahmen von Buyouts, sowie der japanischen Industrie- und Materialunternehmen Teijin, THK, Sankyu und DIC, allesamt aufgrund der Bewertungen.

Wir sind eine Position bei Ariston eingegangen, einem in Italien ansässigen Hersteller von Warmwasserbereitern und Gasthermen mit starken Vertriebsbeziehungen, der in erster Linie den europäischen Wohnungsmarkt bedient. Wir haben auch den Hersteller von Segelbooten und hochwertigen Urlaubsschiffen Beneteau hinzugefügt, der aufgrund einer vorübergehenden Nachfragerückgang schwach war, sowie den deutschen Baumarkt-Discounter Hornbach, der in einem schwachen Makroumfeld Marktanteile gewinnt.

Während Zölle kurzfristig zu erheblicher Unsicherheit und Volatilität führen, ist der Bereich der Internationalen Small Caps in der Regel eher lokal ausgerichtet als bei größeren Unternehmen,

und unsere Portfolio-Unternehmen werden im Rahmen unseres fundierten Research-Prozesses gründlich auf ihre Bilanzstärke und die Widerstandsfähigkeit ihrer Geschäftsmodelle geprüft. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Seit der Auflegung am 01.10.2016
Pzena International Small Cap Focused Value Composite – brutto	2,9 %	2,9 %	5,3 %	11,1 %	22,5 %	8,4 %
Pzena International Small Cap Focused Value Composite – netto	2,6 %	2,6 %	4,3 %	10,0 %	21,3 %	7,4 %
MSCI World ex USA Small Cap Index	3,4 %	3,4 %	3,6 %	0,8 %	10,7 %	5,4 %
MSCI World ex USA Small Cap Value Index	5,8 %	5,8 %	5,9 %	3,4 %	12,8 %	5,7 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertenwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

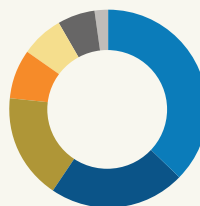
Herkunftsunternehmen	Anteil
Senior	4,3 %
Signify	4,1 %
Sabre Insurance Group	3,6 %
Pennon Group	3,2 %
Elders	3,0 %
C&C Group	2,7 %
Hornbach Holding	2,7 %
Unicaja Banco	2,7 %
Transkontinental A	2,7 %
Gesamt	32,2 %

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	6,7x	11,2x*
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10,2x	12,9x
KBV	0,9x	1,3x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	1,5 \$	1,4 \$
Gew. durchschnittl. Marktkap. (in Mrd. USD)	1,7 \$	3,2 \$
Aktiver Anteil	98,6 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	19,9 %	17,7 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	39	2,202

Quelle: MSCI World ex USA Small Cap Index, Analyse von Pzena
*Median des Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



Region	Strategie	Index
Europa ex-U.K.	37 %	29 %
Vereinigtes Königreich	22 %	12 %
Japan	17 %	33 %
Australien/Neuseeland	8 %	10 %
Nordamerika	7 %	10 %
Dev Industrieländer ohne Japan	6 %	3 %
Schwellenländer	2 %	0 %
Dev Afrika/Naher Osten	0 %	3 %

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

Sektor	Strategie	Index
Kommunikationsdienste	0 %	4 %
Zyklische Konsumgüter	17 %	12 %
Basiskonsumgüter	10 %	5 %
Energie	0 %	4 %
Finanzen	12 %	12 %
Gesundheit	3 %	5 %
Industrie	24 %	22 %
Informationstechnologie	5 %	8 %
Grundstoffe	23 %	12 %
Immobilien	3 %	11 %
Versorger	3 %	3 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %.

PZENA SCHWELLENLÄNDER FOCUSED VALUE

Nach einem schwachen Ende des vierten Quartals 2024 stiegen die Aktien der Schwellenländer in diesem Quartal leicht an, was auf die Hoffnung auf eine mögliche Lösung des Konflikts zwischen der Ukraine und Russland sowie auf eine Verbesserung der Stimmung an den chinesischen und brasilianischen Märkten zurückzuführen war. Unser Portfolio übertraf sowohl den MSCI Emerging Markets Index als auch die Value-Serie.

Der wichtigste Einzeltitel, nämlich das E-Commerce-Unternehmen Alibaba, meldete eine Beschleunigung des Umsatzwachstums in seinen E-Commerce- und Cloud-Geschäften, während der Markt auch hinsichtlich seiner KI-Fähigkeiten optimistischer wurde. Die Ergebnisse des chinesischen Lkw-Motorenherstellers Weichai Power wurden durch eine günstige Rücknahmepolitik für schwere Nutzfahrzeuge im Rahmen des Konjunkturprogramms der chinesischen Regierung begünstigt. Die Aktien des brasilianischen Bierbrauers Ambev stiegen aufgrund der besser als erwarteten Ergebnisse. Trotz geringerer Absatzmengen erzielte Ambev dank Premiumisierung und disziplinierter Kostenkontrolle starke Umsatzerlöse und Gewinne.

TSMC, der weltgrößte Chiphersteller, schwächelte vor allem aufgrund eines allgemeinen Ausverkaufs im Technologiesektor, der durch wachsende Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit der KI-Ausgaben ausgelöst wurde. Der chinesische Schuhhersteller Yue Yuen fiel aufgrund einer gedämpften Prognose für 2025 sowie wegen Bedenken hinsichtlich des makroökonomischen Umfelds zurück. Während das brasilianische Kosmetikunternehmen Natura nach der Bekanntgabe von niedriger als erwarteten Margen an Wert verlor, glauben wir, dass viele der aktuellen Gegenwinde für Natura vorübergehend sein werden, und gehen davon aus, dass sich die Margen stabilisieren und sich die Cashflow-Generierung in Zukunft verbessern wird.

Im Laufe des Quartals haben wir unsere Positionen in Chinas größtem Unternehmen für wasserdichte Baumaterialien, Beijing Oriental Yuhong, der indonesischen Bank Bank Rakyat und dem Massegüter-Verfrachter Pacific Basin, alle aufgrund von Schwäche, aufgestockt. Wir haben diese Käufe durch Verkäufe von TSMC, der Abu Dhabi Commercial Bank und dem taiwanesischen Reinraum-Ingenieur- und Bauunternehmen United Integrated Services finanziert, allesamt aufgrund der Bewertung.

Das relativ unsichere Makroumfeld und die Zins-Diskussionen haben den Markt in Atem gehalten, doch es ist wahrscheinlich, dass diese Faktoren weiterhin zu einer anhaltenden Volatilität führen werden. Wir sind der Meinung, dass

Kontroversen und Ängste Chancen für Value-Investoren schaffen können, und wir sind nach wie vor begeistert von den günstigen Bewertungen der Unternehmen, wenn man sie mit ihren Fundamentaldaten vergleicht. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.01.2008
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - brutto	6,5 %	6,5 %	9,6 %	8,9 %	17,9 %	8,2 %	5,1 %
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - netto	6,2 %	6,2 %	8,6 %	7,8 %	16,7 %	7,2 %	4,0 %
MSCI Emerging Markets Index	2,9 %	2,9 %	8,1 %	1,4 %	7,9 %	3,7 %	1,7 %
MSCI Emerging Markets Value Index	4,3 %	4,3 %	7,6 %	2,8 %	9,8 %	3,2 %	1,3 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

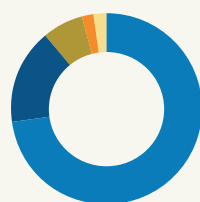
Samsung Electronics	4,0 %
Alibaba Group Holding	3,6 %
Taiwan Semiconductor MFG.	3,6 %
WH Group	3,2 %
China Overseas Land & Investment	3,0 %
Ambev	3,0 %
Weichai Power H	2,7 %
Cognizant Tech	2,5 %
Baidu A	2,4 %
China Merchants Bank H	2,3 %
Gesamt	30,3 %

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	8,3x	17,5x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	8,4x	12,5x
KBV	1,1x	1,8x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	12,2\$	7,8\$
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	91,4\$	151,4\$
Aktiver Anteil	81,0 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	17,1 %	16,6 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	52	1,206

Quelle: MSCI Emerging Markets Index, Analyse von Pzena
* Median des Anlageuniversums; ¹ Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



Region	Strategie	Index
Asien	73 %	80 %
Lateinamerika	16 %	7 %
Europa	7 %	3 %
Nordamerika	2 %	0 %
Afrika/Nahe Osten	2 %	10 %

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

Sektor	Strategie	Index
Kommunikationsdienste	4 %	10 %
Zyklische Konsumgüter	15 %	15 %
Basiskonsumgüter	13 %	5 %
Energie	3 %	4 %
Finanzen	28 %	24 %
Gesundheit	3 %	3 %
Industrie	7 %	6 %
Informationstechnologie	12 %	22 %
Grundstoffe	8 %	6 %
Immobilien	3 %	2 %
Versorger	3 %	3 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %.

PZENA EUROPEAN FOCUSED VALUE

Die europäischen Märkte starteten stark in das Jahr 2025, begünstigt durch deutsche Konjunkturmaßnahmen und eine Rotation der Anleger von US-amerikanischen zu europäischen Aktien vor dem Hintergrund der hohen amerikanischen Bewertungen. Vor diesem Hintergrund schnitt der Value-Index deutlich besser ab als der MSCI Europe und der Europe Value Index, während unser Portfolio hinter diesen Indizes zurückblieb.

Kein Sektor schmälerte die absolute Performance, aber auf der Ebene der einzelnen Titel gab der britische Bauunternehmer Travis Perkins aufgrund des unerwarteten Rücktritts seines CEO und der schlechter als erwarteten Aussichten für 2025 nach. Der britische Lebensmittelhändler J. Sainsbury's verzeichnete ebenfalls einen Rückgang, da er mit Schwächen in seinem allgemeinen Handelsgeschäft und Bedenken hinsichtlich des zunehmenden Wettbewerbs auf dem britischen Lebensmittelmarkt konfrontiert ist. Der Luxusanbieter Burberry gab seine jüngsten Gewinne angesichts einer Abschwächung des Luxusgütermarktes auf Grund der allgemeinen makroökonomischen Schwäche Chinas und der Besorgnis über die Situation der US-Verbraucher wieder ab.

Mehrere unserer europäischen Positionen darunter die Bank of Ireland Group, die CaixaBank und die ING Groep, leisteten die höchsten Einzelbeiträge. Die Aussichten für alle drei Banken bestätigen die Tragfähigkeit der Erträge, selbst in einem Umfeld mit sinkenden Zinssätzen. Alle drei Banken wurden auch durch Pläne gestärkt, weiterhin einen erheblichen Teil des Kapitals an die Aktionäre zurückzugeben.

Wir haben eine Position im Pharmaunternehmen GSK initiiert, unter der Annahme, dass der Markt die Nachhaltigkeit seiner Impfstoff- und HIV-Behandlungsaktivitäten unterschätzt, während die Entwicklung von Spezialmedikamenten vielversprechende Therapien aufweist, die kurz vor der Markteinführung stehen. Wir haben unsere Positionen beim britischen Kfz-Versicherer Direct Line sowie beim Sensor- und Beleuchtungshersteller ams-OSRAM verkauft.

Selbst nach der starken Performance im bisherigen Jahresverlauf sehen wir in europäischen Aktien, die im Vergleich zum Rest der Welt nach wie vor mit erheblichen Bewertungsabschlägen gehandelt werden, nach wie vor einen guten Wert. Wir sind der

Meinung, dass Europa attraktive Möglichkeiten bietet, in starke Unternehmen zu investieren, die zu

niedrigen Bewertungen gehandelt werden, in einigen Fällen nur aufgrund ihres Standortes. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.08.2008
Pzena European Focused Value Composite – brutto	10,2 %	10,2 %	12,7 %	10,7 %	20,2 %	6,4 %	6,2 %
Pzena European Focused Value Composite – netto	10,0 %	10,0 %	12,0 %	10,0 %	19,4 %	5,7 %	5,6 %
MSCI Europe Index	10,5 %	10,5 %	6,9 %	7,3 %	13,2 %	5,7 %	4,2 %
MSCI Europe Value Index	16,1 %	16,1 %	18,0 %	11,1 %	15,9 %	5,0 %	3,2 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28. Wertenwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

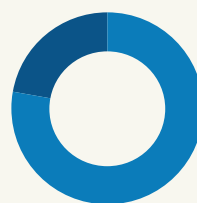
Signify	3,4 %
Reckitt Benckiser Group	3,3 %
Amundi	3,2 %
Enel	3,2 %
HSBC Positionen	3,2 %
Julius Baer Gruppe	3,2 %
Fresenius Medical Care	3,0 %
SEB	3,0 %
Kontinental	3,0 %
BASF	3,0 %
Gesamt	31,5 %

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	7,7x	12,3x*
KGV (Prognose über 1 Jahr)	9,6x	14,2x
KBV	1,1x	2,1x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	23,4 \$	17,6 \$
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	42,1 \$	104,1 \$
Aktiver Anteil	85,6 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	22,4 %	17,6 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	43	399

Quelle: MSCI Europe Index, Analyse von Pzena
*Median des Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europa ex-U.K.	78 %	77 %
Vereinigtes Königreich	22 %	23 %

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienste	0 %	4 %
Zyklische Konsumgüter	13 %	9 %
Basiskonsumgüter	5 %	10 %
Energie	4 %	5 %
Finanzen	27 %	22 %
Gesundheit	12 %	15 %
Industrie	18 %	18 %
Informationstechnologie	2 %	7 %
Grundstoffe	14 %	6 %
Immobilien	0 %	1 %
Versorger	5 %	4 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %.

PZENA JAPAN FOCUSED VALUE

Die japanischen Aktienmärkte gaben in Yen nach, da die zunehmenden Zollrisiken aus den USA und die Aufwertung des Yen aufgrund höherer inländischer Zinssätze die Bedenken hinsichtlich der Gewinnaussichten der Unternehmen, insbesondere in den exportorientierten Sektoren, wieder aufflammen ließen. Unser Portfolio verzeichnete einen leichten Rückgang in lokaler Währung, übertraf jedoch seine TOPIX-Benchmark.

Die Finanz- und Materialsektor führten die Gewinne an, und Sankyu, ein Anlagenbau- und Logistikunternehmen, das die Stahl- und chemische Industrie bedient, übertraf die Erwartungen nach der Veröffentlichung von Ergebnissen, die die Markterwartungen übertrafen. Der führende Reifenhersteller Bridgestone legte aufgrund einer aktionärsfreundlichen Kapitalrückzahlungspolitik zu, während Resona Holdings eine große Regionalbank, angesichts der wachsenden Erwartungen weiterer Leitzinserhöhungen durch die Bank of Japan ebenfalls eine überdurchschnittliche Leistung zeigte.

Informationstechnologie und Kommunikationsdienste waren die einzigen beiden Sektoren, die in USD nachgaben. TDK, ein Hersteller diverser elektronischer Komponenten, schnitt schlechter ab, nachdem die chinesische Regierung die Steuerermäßigungen für den Export von Lithium-Ionen-Batterien gekürzt hatte. Diese Entwicklung gab Anlass zu der Befürchtung, dass die Erträge aus seinem Segment der Kleinbatterien, einem wichtigen Wachstumsmotor, ihren Höchststand erreicht haben könnten. Das Medizintechnik-Unternehmen Olympus hinkt hinterher, aufgrund der schwachen Nachfrage nach Endoskopie-Systemen in China, dem profitabelsten Markt des Unternehmens. Ibiden, ein führender Hersteller von Halbleiter-Gehäusesubstraten, verzeichnete einen Rückgang, da die zyklische Schwäche der Endmarktnachfrage dazu führte, dass die Erträge hinter den Erwartungen zurückblieben. In allen drei Fällen sind wir der Ansicht, dass diese Schwierigkeiten vorübergehend sind und dass die starke Wettbewerbsposition des Unternehmens intakt bleibt.

Wir haben unsere Positionen in Daihen, Tokai Carbon und Olympus aufgrund von Bewertungen und Erwartungen an eine Normalisierung der Gewinne

erhöht. Wir haben unsere Position in Sampo Holdings verkauft und die Positionen in THK, Sumitomo Electric Industries und Sankyu ebenfalls, aufgrund von Bewertungen, reduziert.

Unser Portfolio hält ein bedeutendes Engagement in zyklischen Branchen

aufrecht. Ausblickend bleibt unsere Strategie darauf ausgerichtet, selektiv in unterbewertete japanische Unternehmen zu investieren, insbesondere in solche, die strukturelle Reformen durchführen, um die Kapitaleffizienz zu verbessern und die Renditen für die Aktionäre zu steigern. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Seit der Auflegung am 01.07.2015
Pzena Japan Focused Value Composite – brutto	4,5 %	4,5 %	9,4 %	8,5 %	13,9 %	6,0 %
Pzena Japan Focused Value Composite – netto	4,3 %	4,3 %	8,5 %	7,6 %	13,0 %	5,1 %
TOPIX Index	1,3 %	1,3 %	-0,7 %	5,7 %	8,6 %	5,1 %
TOPIX Value Index	4,8 %	4,8 %	4,5 %	11,9 %	13,3 %	6,2 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

Bridgestone	3,7 %
Coca-Cola Jp H	3,7 %
Beratungsverträge (Yamaha)	3,5 %
TOKAI CARBON	3,5 %
Resona	3,4 %
PERSOL Holdings	3,4 %
Takeda Pharmaceutical	3,3 %
Taiyo Yuden	3,2 %
SANKYU	3,2 %
Fukuoka Financial Group	3,1 %
Gesamt	34,0 %

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	8,3x	12,3x*
KGV (Prognose über 1 Jahr)	14x	13,8x
KBV	0,9x	1,3x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	3,8 \$	0,6 \$
Gew. durchschnittl. Marktkap. (in Mrd. USD)	11,7 \$	50,8 \$
Aktiver Anteil	92,3 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	15,3 %	14,2 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	37	1,692

Quelle: TOPIX Index, Analyse von Pzena

*Medianes Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienste	2 %	7 %
Zyklische Konsumgüter	15 %	18 %
Basiskonsumgüter	9 %	6 %
Energie	2 %	1 %
Finanzen	12 %	16 %
Gesundheit	10 %	7 %
Industrie	24 %	25 %
Informationstechnologie	11 %	12 %
Grundstoffe	14 %	5 %
Immobilien	0 %	2 %
Versorger	0 %	1 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %.

PZENA LARGE CAP VALUE (USA)

Die breiten Marktindizes in den USA sind im ersten Quartal gesunken, da Unsicherheit bezüglich der US-Handelspolitik Ängste vor einer Verschlechterung der Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum ausgelöst hat. Obwohl die meisten Sektoren im positiven Bereich endeten, verzeichnete die Technologiebranche einen deutlichen Rückgang, da Anleger begannen, das Risiko im Hinblick auf das Ausmaß der Investitionsausgaben zur Förderung des KI-Booms, einer Verringerung der Cloud-Ausgaben und den ungewissen Auswirkungen potenziell günstigerer KI-Modelle wie DeepSeek zu überdenken. Die Wertpapiere verzeichneten im Quartal einen Anstieg und übertrafen den allgemeinen Markt. Unsere auf Large Cap Value-Strategie schloss im Plus, unterlag jedoch ihrer Benchmark.

Diskretionäre Konsumgüter, Industrieunternehmen und Versorger haben im Quartal an Wert verloren. Der kalifornische Energieversorger Edison International war aufgrund von Befürchtungen, dass er für den Waldbrand in Eaton in Südkalifornien verantwortlich sein könnte, der größte Verlierer auf Einzeltitlebene. Während die endgültige Ursache und die Haftung für dieses bedauerliche Ereignis zum jetzigen Zeitpunkt noch unklar sind, haben wir die Position abgestoßen, nachdem wir festgestellt haben, dass sich das Spektrum der Auswirkungen für Edison erheblich ausgeweitet hat. Skyworks, ein führender Anbieter von Hochfrequenz-Komponenten für Smartphones, fiel nach der Veröffentlichung eines Rückgangs der Inhalte im Hinblick auf das iPhone 17. Die Aktien des Konsumgüterkonzerns Newell Brands waren schwach, obwohl die Ergebnisse die Erwartungen übertrafen, aufgrund einer etwas schwächer als erwarteten Nachfrageaussicht, kombiniert mit Bedenken der Anleger hinsichtlich der Auswirkungen von Zöllen.

Die Gesundheitsversorgung und die Konsumgüter waren die am besten performenden Sektoren des Portfolios, und CVS Health Corp. war das wichtigste Unternehmen auf Einzeltitlebene, mit ermutigenden Gewinnzahlen für das 4. Quartal 2024 und einer Offenlegung der reduzierten Verluste in seinem Medicare Advantage-Geschäft. Der Discounter Dollar General verzeichnete ebenfalls eine starke Performance, nachdem die Ergebnisse die Fortschritte beim operativen Umstrukturierungsprozess des Unternehmens aufzeigten, während der Hersteller medizinischer Geräte Baxter dank guter Ergebnisse zulegen konnte, da die Auswirkungen von Hurricane Helene auf das Geschäft mit Infusionslösungen des Unternehmens milder ausfielen als erwartet.

Im Laufe des Quartals haben wir eine Position in PPG Industries Inc. erworben, einem führenden Anbieter von Beschichtungen für eine breite Palette von Endmärkten. Die Aktien haben sich

aufgrund von Bedenken hinsichtlich der organischen Wachstumsaussichten des Unternehmens infolge zyklischer Schwäche in einigen wichtigen Endmärkten sowie aufgrund von vorübergehend erhöhten Investitionen, die den freien Cashflow belasten, als schwach erwiesen. Wir glauben, dass diese Bedenken einen attraktiven Bewertungsansatz für ein einzigartig starkes Coatings-Portfolio mit historisch hohen Kapitalrenditen darstellen. Wir haben auch Anteile an Genuine Parts Company erworben, einem führenden Großhändler für Autoteile unter der Marke NAPA. Aufgrund der zyklischen Schwäche der Endmärkte für Autoteile und der unternehmensspezifischen

Herausforderungen bei der Umsetzung, die das Management derzeit in Angriff nimmt, ergab sich in diesem attraktiven Geschäft eine Wertsteigerungschance. Zusätzlich zum Ausstieg aus Edison International finanzierten wir diese Käufe durch den Verkauf des Arzneimittelhändlers McKesson und die Reduzierung der Anteile am Lebensversicherer Equitable Holdings in einer Phase der Stärke.

Die Bewertungen des Portfolios, das am stärksten in den Sektoren Gesundheitswesen und Finanzwerte engagiert sind, sind nach wie vor äußerst interessant. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.07.2012
Pzena Large Cap Value Composite – brutto	1,7 %	1,7 %	1,1 %	6,2 %	20,1 %	9,0 %	11,5 %
Pzena Large Cap Value Composite – netto	1,6 %	1,6 %	0,7 %	5,8 %	19,6 %	8,5 %	11,0 %
Russell 1000 Value Index	2,1 %	2,1 %	7,2 %	6,6 %	16,1 %	8,8 %	10,9 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertenwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

CVS Health	4,3 %
Dollar General	3,8 %
Capital One Financial	3,7 %
Citigroup	3,5 %
Baxter International	3,5 %
Wells Fargo	3,4 %
Charter Communications A	3,2 %
Beratungsverträge (Humana)	3,1 %
MetLife	3,1 %
Shell	3,0 %
Gesamt	34,6 %

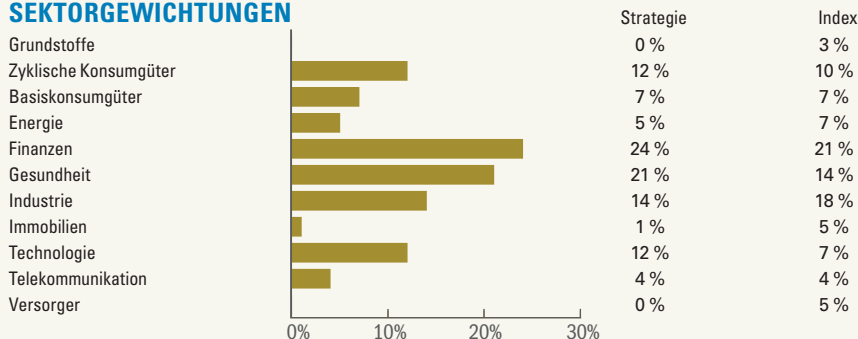
PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	8,3x	13,8x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	11,1x	17x
KBV	1,6x	2,6x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	38,5 \$	12,7 \$
Gew. durchschnittl. Marktkap. (in Mrd. USD)	81,6 \$	173,0 \$
Aktiver Anteil	87,6 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	20,2 %	16,3 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	50	870

Quelle: Russell 1000[®] Value, Analyse von Pzena

¹Median des Anlageuniversums; ²Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN



Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen ergeben die Zahlen möglicherweise nicht die Summe von 100 %.

PZENA LARGE CAP FOCUSED VALUE (U.S.)

Die breiten Marktindizes in den USA sind im ersten Quartal gesunken, da Unsicherheit bezüglich der US-Handelspolitik Ängste vor einer Verschlechterung der Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum ausgelöst hat. Obwohl die meisten Sektoren im positiven Bereich endeten, verzeichnete die Technologiebranche einen deutlichen Rückgang, da Anleger begannen, das Risiko im Hinblick auf das Ausmaß der Investitionsausgaben zur Förderung des KI-Booms, einer Verringerung der Cloud-Ausgaben und den ungewissen Auswirkungen potenziell günstigerer KI-Modelle wie DeepSeek zu überdenken. Value-Aktien legten im Quartal zu und übertrafen den breiten Markt, und unsere Large Cap Focused Value-Strategie stieg im Einklang mit der Benchmark.

Konsumgüter und Gesundheitswesen waren die am besten performenden Sektoren des Portfolios, und CVS Health Corp. war der größte auf Einzeltitelebene, mit ermutigenden Gewinnzahlen für das 4. Quartal 2024 und einer Offenlegung der reduzierten Verluste in seinem Medicare Advantage-Geschäft. Der Medizingerätehersteller Baxter profitierte ebenfalls von starken Gewinnen, die durch die unerwartet geringen Auswirkungen von Hurricane Helene auf das Geschäft mit Infusionslösungen, eine solide Entwicklung der zugrunde liegenden Marge und ein robustes organisches Wachstum durch neue Produktinnovationen begünstigt wurden. Der Discounter Dollar General konnte ebenfalls zulegen, nachdem die Ergebnisse Fortschritte bei der operativen Umstrukturierung des Unternehmens sowie ein robustes Umsatzwachstum im Kerngeschäft mit Verbrauchsmaterialien erkennen ließen.

Verbrauchsgüter, Industriewerte und Technologie waren die einzigen Sektoren, die in diesem Quartal nachgaben. Das Konsumgüterunternehmen Newell Brands war der größte Einzeltitel, der sich negativ entwickelte. Die Aktien des Unternehmens waren schwach, obwohl die Gewinne die Erwartungen übertrafen, da die Nachfrageaussichten etwas schwächer als erwartet ausfielen und die Anleger Bedenken hinsichtlich der Auswirkungen der Zölle hatten. PVH Corp, der Eigentümer der Marken Tommy Hilfiger und Calvin Klein, gab nach, weil befürchtet wurde, dass sein Geschäft in China in Frage gestellt werden könnte, nachdem das Unternehmen in China auf die Liste der „unzuverlässigen Unternehmen“ gesetzt wurde, wahrscheinlich als Reaktion

auf die US-Handelspolitik. Unserer Ansicht nach stand die Entwicklung des PVH-Aktienkurses in keinem Verhältnis zu dem Gesamtengagement des Unternehmens auf dem chinesischen Markt. Die Aktien von Delta Air Lines fielen, nachdem das Management seine Prognose aufgrund eines sich verschlechternden Nachfrageszenarios gesenkt hat.

Im Laufe des Quartals haben wir eine Position in dem Lebensversicherer Corebridge Financial Inc. erworben, die trotz einer vorteilhaften

Position im Rentengeschäft, attraktiver Renditen und solider Risikomanagementpraktiken im Vergleich zu anderen Unternehmen mit einem Abschlag gehandelt wird. Wir haben unsere Position beim Medicare Advantage-Versicherer Humana aufgrund der Schwäche aufgestockt und CVS, den Lebensversicherer Equitable Holdings und JPMorgan Chase aufgrund der Stärke abgebaut.

Die Ausgangsbewertungen des Portfolios, das am stärksten im Gesundheits- und Finanzsektor engagiert ist, sind heute nach wie vor äußerst attraktiv. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.10.2000
Pzena Large Cap Focused Value Composite – brutto	2,5 %	2,5 %	0,3 %	5,7 %	21,5 %	8,8 %	7,8 %
Pzena Large Cap Focused Value Composite – netto	2,4 %	2,4 %	-0,4 %	5,0 %	20,6 %	8,0 %	7,0 %
Russell 1000 Value Index	2,1 %	2,1 %	7,2 %	6,6 %	16,1 %	8,8 %	7,5 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28. Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

Baxter International	5,7 %
CVS Health	5,7 %
Beratungsverträge (Humana)	4,7 %
Citigroup	4,4 %
Fresenius Medical Care	4,3 %
Wells Fargo	4,2 %
Dollar General	4,1 %
Capital One Financial	4,1 %
Global Payments	3,5 %
Dow (USD)	3,4 %
Gesamt	44,1 %

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	7,6x	13,8x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10,7x	17x
KBV	1,5x	2,6x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	26,4 \$	12,7 \$
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	65,7 \$	173,0 \$
Aktiver Anteil	93,8 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	21,9 %	16,3 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	32	870

Quelle: Russell 1000[®] Value, Analyse von Pzena
*Median des Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Grundstoffe	0 %	3 %
Zyklische Konsumgüter	14 %	10 %
Basiskonsumgüter	9 %	7 %
Energie	5 %	7 %
Finanzen	23 %	21 %
Gesundheit	23 %	14 %
Industrie	11 %	18 %
Immobilien	0 %	5 %
Technologie	13 %	7 %
Telekommunikation	3 %	4 %
Versorger	0 %	5 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %.

PZENA FOCUSED VALUE (U.S.)

Die breiten Marktindizes in den USA sind im ersten Quartal gesunken, da Unsicherheit bezüglich der US-Handelspolitik Ängste vor einer Verschlechterung der Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum ausgelöst hat. Obwohl die meisten Sektoren im positiven Bereich endeten, verzeichnete die Technologiebranche einen deutlichen Rückgang, da Anleger begannen, das Risiko im Hinblick auf das Ausmaß der Investitionsausgaben zur Förderung des KI-Booms, einer Verringerung der Cloud-Ausgaben und den ungewissen Auswirkungen potenziell günstigerer KI-Modelle wie DeepSeek zu überdenken. Value-Aktien legten im Quartal zu und übertrafen den breiten Markt. Unsere Focused-Value-Strategie schloss mit schwarzen Zahlen ab, blieb jedoch hinter ihrer Benchmark zurück.

Diskretionäre Konsumgüter-, Industrie- und Technologiewerte gaben im Quartal nach, und die Aktien von Delta Air Lines fielen, nachdem die Geschäftsleitung ihren Ausblick aufgrund der schwächeren Nachfrage gesenkt hatte. Die Aktien des Konsumgüterherstellers Newell Brands waren trotz eines über den Erwartungen liegenden Ergebnisses schwach, was auf einen geringfügig unter den Erwartungen liegenden Nachfrageausblick in Verbindung mit den Bedenken der Anleger hinsichtlich der Auswirkungen der Zölle zurückzuführen war. PVH Corp, Eigentümer der Marken Tommy Hilfiger und Calvin Klein, gab aufgrund von Befürchtungen nach, dass das Geschäft von PVH in China in Frage gestellt werden könnte, nachdem das Unternehmen in China auf die Liste der „unzuverlässigen Unternehmen“ gesetzt wurde, wahrscheinlich als Reaktion auf die US-Handelspolitik. Unserer Ansicht nach stand die Entwicklung des PVH-Aktienkurses in keinem Verhältnis zu dem Gesamtengagement des Unternehmens auf dem chinesischen Markt.

Die Bereiche Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen waren die Sektoren mit der besten Performance des Portfolios, und CVS Health Corp. war der wichtigste Einzeltitel, da das Unternehmen für das vierte Quartal 24 ermutigende Gewinne meldete und erwartet, dass sich die Verluste in seinem Medicare Advantage-Geschäft abschwächen werden. Der Medizingerätehersteller Baxter profitierte ebenfalls von starken Gewinnen, die durch die unerwartet geringen Auswirkungen von Hurricane Helene auf das Geschäft mit Infusionslösungen, eine solide Entwicklung der zugrunde liegenden Marge und ein robustes organisches Wachstum durch neue Produktinnovationen begünstigt wurden. Der Discounter Dollar General konnte ebenfalls zulegen, nachdem die Ergebnisse Fortschritte bei der

operativen Umstrukturierung des Unternehmens sowie ein robustes Umsatzwachstum im Kerngeschäft mit Verbrauchsmaterialien erkennen ließen.

Im Laufe des Quartals haben wir eine Position in dem führenden Nicht-OEM-Autoteilehändler LKQ Corp. aufgebaut, der durch konjunkturell schwache Volumina in Nordamerika unter Druck geraten ist und dessen jüngste Akquisitionsstrategie von den Anlegern in Frage gestellt wird, was es uns ermöglicht hat, dieses qualitativ hochwertige Unternehmen mit einem Bewertungsabschlag zu erwerben. Wir stockten unsere Position in dem

Krankenhausbetreiber Universal Health Services aufgrund der Schwäche infolge der Befürchtungen über mögliche Medicaid-Kürzungen und in PVH aufgrund des bereits erwähnten negativen Einflusses auf das Geschäft in China auf. Wir haben die Positionen von CVS, den Titelversicherer Fidelity National, des Lebensversicherers Equitable Holdings und der Bank of America verkleinert, allesamt aufgrund ihrer Stärke.

Die Ausgangsbewertungen des Portfolios, das am stärksten im Gesundheits- und Finanzsektor engagiert ist, sind heute nach wie vor äußerst attraktiv. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.01.1996
Pzena Focused Value Composite – brutto	1,3 %	1,3 %	-1,1 %	8,4 %	22,9 %	8,7 %	10,4 %
Pzena Focused Value Composite – netto	1,0 %	1,0 %	-2,0 %	7,4 %	21,7 %	7,7 %	9,3 %
Russell 1000 Value Index	2,1 %	2,1 %	7,2 %	6,6 %	16,1 %	8,8 %	9,0 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

CVS Health	5,2 %
Baxter International	4,7 %
Wells Fargo	4,7 %
Citigroup	4,5 %
Capital One Financial	4,2 %
Beratungsverträge (Humana)	4,1 %
Dollar General	3,8 %
Charter Communications A	3,2 %
Global Payments	3,1 %
Lear	3,0 %
Gesamt	40,5 %

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	7,5x	12,9x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10,7x	17x
KBV	1,5x	2,6x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	18,1 \$	12,7 \$
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	55,0 \$	173,0 \$
Aktiver Anteil	93,6 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	22,6 %	16,3 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	37	870

Quelle: Russell 1000[®] Value, Analyse von Pzena

¹Median des Anlageuniversums; ²Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Grundstoffe	2 %	3 %
Zyklische Konsumgüter	16 %	10 %
Basiskonsumgüter	8 %	7 %
Energie	3 %	7 %
Finanzen	23 %	21 %
Gesundheit	20 %	14 %
Industrie	14 %	18 %
Immobilien	0 %	5 %
Technologie	11 %	7 %
Telekommunikation	3 %	4 %
Versorger	0 %	5 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen ergeben die Zahlen möglicherweise nicht die Summe von 100 %.

PZENA MID CAP FOCUSED VALUE (U.S.)

Die US-Märkte begannen das Jahr 2025 mit einem Rückgang, da Zölle und ihre entsprechenden Auswirkungen auf die Wirtschaft zu einer schwachen wirtschaftlichen Stimmung führten. Während die vollständigen Einzelheiten zu den Zöllen erst nach Quartalsende bekannt gegeben wurden, belasteten die geplanten Änderungen während des gesamten Berichtszeitraums die wirtschaftlich sensibleren und zyklischen Sektoren. Der Wert übertraf im Quartal das Wachstum, aber unser Portfolio blieb leicht hinter seiner Mid-Cap-Value-Benchmark zurück.

Die Sektoren zyklische Konsumgüter, Industriewerte und Grundstoffe waren im Quartal die größten Verlierer, und auch die Aktien von Delta Air Lines waren schwach, da sich die Nachfrage in der gesamten Branche aufgrund der makroökonomischen und geopolitischen Unsicherheit abschwächte. Der Konsumgüterhersteller Newell Brands gab nach, obwohl die Gewinne des Unternehmens über den allgemeinen Erwartungen lagen. Grund dafür waren die etwas schwächer als erwartet ausgefallenen Nachfrageaussichten in Verbindung mit Befürchtungen hinsichtlich der Auswirkungen von Zöllen. Die PVH Corp. schließlich, Eigentümerin der Marken Tommy Hilfiger und Calvin Klein, verzeichnete einen Rückgang aufgrund von Befürchtungen, dass ihr Geschäft in China in Frage gestellt werden könnte, nachdem das Unternehmen auf die chinesische Liste der „unzuverlässigen Unternehmen“ gesetzt wurde, wahrscheinlich als Reaktion auf die Handelspolitik der USA. Wir haben unsere Position aufgrund dieser Schwäche aufgestockt.

Die Sektoren Gesundheitswesen, Finanzwerte und Konsumgüter führten die Kursgewinne an, und die Aktien des Discount-Einzelhändlers Dollar General legten kräftig zu, nachdem die Ergebnisse Fortschritte beim operativen Umstrukturierungsprozess des Unternehmens sowie ein robustes Umsatzwachstum in seinem Kerngeschäft mit Verbrauchsgütern erkennen ließen. Die Aktien des Callcenters Outsourcers Concentrix reagierten positiv auf ein besser als erwartetes Wachstum und Gewinne, sowie auf die zunehmende Nachfrage nach seinen KI-Angeboten. Der Medizinproduktehersteller Baxter übertraf die Gewinnerwartungen, da die Auswirkungen von Hurricane Helene auf das Geschäft mit Infusionslösungen des Unternehmens schwächer als erwartet ausfielen, die zugrunde liegende Gewinnspanne solide anstieg und das organische Wachstum durch neue Produktinnovationen robust war.

Im Laufe des Quartals haben wir das Unternehmen LKQ Corp. hinzugefügt. LKQ ist ein führender alternativer Autoteilehändler, der in Nordamerika auf den Märkten für Autowracks und Bergungsarbeiten sowie in Europa auf dem Markt für Hartteile führend ist. Nachdem wir von den Unterbrechungen der Lieferkette nach der COVID- Krise profitiert hatten, sind die

Gewinnspannen unter Druck geraten, da die Versicherungsgesellschaften mehr Kraftfahrzeuge als Totalschaden abschreiben, was sich negativ auf den Reparaturbedarf auswirkt. Wir sind der Ansicht, dass diese Widrigkeiten auf längere Sicht überschaubar sind und das Unternehmen gut positioniert ist, um von einer eventuellen Erholung zu profitieren. Wir haben auch unsere Positionen in Advance Auto Parts und dem Smartphone-Komponentenhersteller Skyworks erweitert. Um diese Käufe zu finanzieren, veräußerten wir unsere Position in CH Robinson aufgrund der Bewertung und reduzierten SS&C und Charter Communications, die beide stark bewertet waren.

Nach Ende des Quartals erwiesen sich die vom Weißen Haus angekündigten

Zölle als gravierender als befürchtet und führten zu einem Einbruch der Märkte. Wir haben die Situation genau verfolgt und die potenziellen Auswirkungen dieser Abgaben auf unsere Portfolios auf Unternehmensebene bewertet. Bislang sind die endgültigen Auswirkungen der Einfuhrzölle zu ungewiss - was die Sätze, den Zeitplan, potenzielle mildernde Maßnahmen und das Ausmaß betrifft, in dem Unternehmen die Zölle auffangen oder weitergeben - und die Kursbewegungen sind nicht so umfangreich oder differenziert, dass größere Portfoliomaßnahmen gerechtfertigt wären. Wir werden jedoch unsere unternehmensspezifischen Modelle weiter aktualisieren, um ein breiteres Spektrum an Ergebnissen zu berücksichtigen. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.09.1998
Pzena Mid Cap Focused Value Composite – brutto	-2,9%	-2,9%	-8,0%	4,0%	23,4%	8,9%	11,8%
Pzena Mid Cap Focused Value Composite – netto	-3,2%	-3,2%	-9,0%	3,0%	22,2%	7,9%	10,7%
Russell Midcap Value Index	-2,1%	-2,1%	2,3%	3,8%	16,7%	7,6%	9,8%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

Beratungsverträge (Humana)	4,7%
Baxter International	4,7%
Dollar General	4,6%
Advance Auto Parts	4,4%
Fresenius Medical Care	3,3%
Globe Life	3,3%
Charter Communications A	3,1%
Tyson Foods A	3,1%
Beratungsverträge (Concentrix)	3,0%
Lear	3,0%
Gesamt	37,2%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	7,4x	12,2x*
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10,9x	15,9x
KBV	1,5x	2,3x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	11,0 \$	9,8 \$
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	17,7 \$	25,4 \$
Aktiver Anteil	95,0%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	23,7%	18,8%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	38	712

Quelle: Russell Midcap® Value, Analyse von Pzena

*Median des Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Grundstoffe	5%	3%
Zyklische Konsumgüter	22%	13%
Basiskonsumgüter	3%	6%
Energie	2%	6%
Finanzen	20%	17%
Gesundheit	18%	8%
Industrie	13%	20%
Immobilien	0%	10%
Technologie	14%	8%
Telekommunikation	3%	1%
Versorger	0%	8%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100%.

PZENA SMALL CAP FOCUSED VALUE (U.S.)

Die US-Märkte gaben zu Beginn des Jahres 2025 nach, da die Zölle und die damit verbundenen Auswirkungen auf die Wirtschaft die Stimmung insbesondere bei den Small-Cap-Unternehmen trübten. Obgleich die vollständigen Einzelheiten der Zölle erst nach Quartalsende bekannt gegeben wurden, wirkten sich die geplanten Änderungen während des gesamten Zeitraums negativ auf fast alle Sektoren aus und führten dazu, dass Small Caps weiterhin schlechter abschnitten als Large Caps. Während sich Value-Aktien in der Large-Cap-Kategorie deutlich besser hielten als Growth-Aktien, war die Widerstandsfähigkeit von Value-Aktien in der Small-Cap-Kategorie nur geringfügig höher als die von Growth-Aktien. Unser Portfolio entwickelte sich während des Berichtszeitraums rückläufig und blieb hinter seiner Benchmark zurück.

Die Sektoren zyklische Konsumgüter, Industriewerte und Grundstoffe haben in diesem Quartal allesamt die Performance beeinträchtigt. Der größte einzelne Abwärtsfaktor war der Automobil-Sitzlieferant Adient, dessen Aktien aufgrund von Bedenken hinsichtlich der Zölle und deren potenzieller negativer Auswirkungen auf die Automobilproduktion und Rentabilität gesunken sind. Ein Großteil der Produktion von Adient findet in direkter Nähe zu den Kunden statt, aber sie sind, wie auch ihre Wettbewerber, Zöllen auf Komponenten unterliegen. Darüber hinaus könnte die allgemeine Nachfrage nach Fahrzeugen beeinträchtigt werden, wenn die OEMs die Preise erhöhen, um die Kosten auszugleichen. Auch Genesco, Eigentümer des Schuheinzelhändlers Journeys und des Schuh- und Bekleidungsherstellers Johnson & Murphy, beeinträchtigte die Performance. Die Aktie leistete im 4. Quartal 24 einen wichtigen Beitrag aufgrund der verbesserten Verkaufszahlen, aber die enttäuschende Gewinnprognose für 2025 hat die Aktie kürzlich nach unten gedrückt. Wir haben die Position zu Beginn des Quartals reduziert und anschließend aufgrund der jüngsten Schwäche hinzugefügt. PVH Corp, Eigentümer der Marken Tommy Hilfiger und Calvin Klein, gab aufgrund von Befürchtungen nach, dass sein Geschäft in China in Frage gestellt werden könnte, nachdem das Unternehmen in China auf die Liste der „unzuverlässigen Unternehmen“ gesetzt wurde, wahrscheinlich als Reaktion auf die US-Handelspolitik. Obwohl es sich nicht um einen hohen Umsatzanteil handelt, führte dies zu einer erhöhten Unsicherheit im Hinblick auf das Unternehmen.

Der einzige Sektor, der in diesem Quartal positiv zu Buche schlug, war der Technologiesektor. Der wichtigste Einzeltitel, der Callcenter-Outsourcer Concentrix, verzeichnete ein über den Erwartungen liegendes Wachstum und einen höheren Gewinn sowie eine stärkere Nachfrage nach seinen KI-Angeboten. Die Lebensversicherer CNO Financial und Globe Life haben beide bessere als erwartete Ergebnisse

erzielt. CNO erwirtschaftet weiterhin höhere Kapitalerträge und erhöhte sein mittelfristiges ROE-Ziel. Globe Life kauft weiterhin Aktien zurück und hat nicht unter den Anschuldigungen von Leerverkäufern im letzten Jahr gelitten.

Wir haben eine Position bei Robert Half erworben, einem führenden Anbieter von Personal- und Beratungsdienstleistungen, der sich auf Finanz- und Buchhaltungsfunktionen konzentriert. Der Aktienkurs wurde durch die geringe Fluktuation in der Arbeitswelt beeinflusst, was zu einer rückläufigen Nachfrage nach Personaldienstleistungen führt, wodurch eine attraktive Wertsteigerungsmöglichkeit entsteht. Wir haben unsere Position beim Dentalprodukte-Hersteller Envista

weiter ausgebaut. Wir haben auch den Technologie-Spezialhändler ScanSource aufgrund jüngster Schwäche hinzugefügt, nachdem wir die Position im Jahr 2024 aufgrund seiner Stärke reduziert hatten. Wir haben diese Käufe durch den Verkauf des Sach- und Unfallversicherers Axis Capital und die Reduzierung von CNO Financial sowie des Automobil-Achsenherstellers Dana finanziert, allesamt mit Gewinn.

Die Periode blieb besonders herausfordernd für Small Caps und unser Portfolio, aber die Unsicherheit auf dem Markt schafft weiterhin neue Möglichkeiten. Die Portfoliopositionierung ist weiterhin auf konjunkturensiblere und zyklische Titel ausgerichtet, da diese weiterhin attraktive Bewertungen aufweisen. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von über einem Jahr annualisiert in USD, Stand: 31. März 2025

	Q1	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit der Auflegung am 01.01.1996
Pzena Small Cap Focused Value Composite – brutto	-11,4 %	-11,4 %	-14,0 %	3,7 %	20,3 %	8,0 %	12,2 %
Pzena Small Cap Focused Value Composite – netto	-11,6 %	-11,6 %	-14,9 %	2,7 %	19,1 %	6,9 %	11,0 %
Russell 2000 Value Index	-7,7 %	-7,7 %	-3,1 %	--	15,3 %	6,1 %	8,8 %

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 28.

Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

TOP 10 POSITIONEN

(Siehe Anmerkungen zum Portfolio, S. 29)

Advance Auto Parts	4,0 %
Old National	3,2 %
MRC GLOBAL	3,1 %
Universal	3,0 %
Beratungsverträge (Concentrix)	3,0 %
Beratungsverträge (TriMas)	3,0 %
Webster Finl	2,9 %
CNO Finl Gruppe	2,8 %
Spectrum Brands Holdings	2,8 %
Avnet	2,7 %
Gesamt	30,5 %

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinne ¹	6,9x	11,1x*
KGW (Prognose über 1 Jahr)	10,6x	12,3x
KBV	1,1x	1,2x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	1,8 \$	0,7 \$
Gew. durchschnittl. Marktkap. (in Mrd. USD)	2,6 \$	2,8 \$
Aktiver Anteil	96,0 %	-
Standardabweichung (5 Jahre)	26,1 %	22,3 %
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	48	1,427

Quelle: Russell 2000® Value, Analyse von Pzena

*Median des Anlageuniversums; ¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN

Sektor	Strategie	Index
Grundstoffe	8 %	3 %
Zyklische Konsumgüter	20 %	12 %
Basiskonsumgüter	7 %	2 %
Energie	5 %	7 %
Finanzen	23 %	30 %
Gesundheit	5 %	8 %
Industrie	21 %	12 %
Immobilien	2 %	12 %
Technologie	8 %	4 %
Telekommunikation	0 %	3 %
Versorger	0 %	6 %

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %.

Renditen im Kalenderjahr ZAHLEN IN USD

GLOBAL VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
Global Value – brutto	4,4 %	20,6 %	-7,3 %	20,1 %	6,7 %
Global Value – netto	3,9 %	19,9 %	-7,8 %	19,4 %	6,1 %
MSCI World Index	15,9 %	21,8 %	-18,1 %	23,8 %	18,7 %
MSCI World Value Index	-1,2 %	21,9 %	-6,5 %	11,5 %	11,5 %

INTERNATIONAL VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
International Value – brutto	5,8 %	12,9 %	-7,6 %	19,4 %	6,4 %
International Value – netto	5,2 %	12,3 %	-8,1 %	18,7 %	5,8 %
MSCI EAFE Index	7,8 %	11,3 %	-14,5 %	18,2 %	3,8 %
MSCI EAFE Value Index	-2,6 %	10,9 %	-5,6 %	19,0 %	5,7 %

INTERNATIONAL SMALL CAP FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
Int. Small Cap Focused Value – brutto	0,3 %	18,0 %	-0,3 %	24,0 %	6,6 %
Int. Small Cap Focused Value – netto	-0,7 %	16,8 %	-1,3 %	22,8 %	5,5 %
MSCI World ex-USA Small Cap Index	12,8 %	11,1 %	-20,6 %	12,6 %	2,8 %
MSCI World ex-USA Small Cap Value Index	2,6 %	13,3 %	-14,0 %	14,7 %	3,0 %

EUROPEAN FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
European Focused Value – brutto	0,3 %	17,2 %	-6,2 %	24,8 %	2,1 %
European Focused Value – netto	-0,4 %	16,5 %	-6,8 %	24,0 %	1,4 %
MSCI Europe Index	5,4 %	16,3 %	-15,1 %	19,9 %	1,8 %
MSCI Europe Value Index	-5,1 %	13,2 %	-7,2 %	19,7 %	4,2 %

LARGE CAP VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
Large Cap Value – brutto	-1,4 %	29,5 %	-4,1 %	17,5 %	7,1 %
Large Cap Value – netto	-1,8 %	29,0 %	-4,5 %	17,0 %	6,7 %
Russell 1000® Value	2,8 %	25,2 %	-7,5 %	11,5 %	14,4 %

FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
Focused Value – brutto	-0,1 %	27,2 %	-6,4 %	28,7 %	6,5 %
Focused Value – netto	-1,1 %	26,0 %	-7,4 %	27,4 %	5,5 %
Russell 1000® Value	2,8 %	25,2 %	-7,5 %	11,5 %	14,4 %

SMALL CAP FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
Small Cap Focused Value – brutto	1,4 %	30,5 %	-5,8 %	26,7 %	3,0 %
Small Cap Focused Value – netto	0,3 %	29,2 %	-6,8 %	25,5 %	2,0 %
Russell 2000® Value	4,6 %	28,3 %	-14,5 %	14,6 %	8,1 %

GLOBAL FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
Global Focused Value – brutto	3,7 %	20,2 %	-7,4 %	20,8 %	6,1 %
Global Focused Value – netto	3,0 %	19,3 %	-8,1 %	19,9 %	5,3 %
MSCI ACWI Index	16,3 %	18,5 %	-18,4 %	22,2 %	17,5 %
MSCI ACWI Value Index	-0,3 %	19,6 %	-7,5 %	11,8 %	10,8 %

INTERNATIONAL FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
International Focused Value – brutto	5,7 %	13,2 %	-8,7 %	20,8 %	8,6 %
International Focused Value – netto	4,9 %	12,3 %	-9,4 %	19,9 %	7,8 %
MSCI ACWI ex USA Index	10,7 %	7,8 %	-16,0 %	15,6 %	5,5 %
MSCI ACWI ex USA Value Index	-0,8 %	10,5 %	-8,6 %	17,3 %	6,0 %

EMERGING MARKETS FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
EM Focused Value – brutto	10,0 %	7,5 %	-5,7 %	22,4 %	6,6 %
EM Focused Value – netto	9,0 %	6,4 %	-6,6 %	21,2 %	5,5 %
MSCI Emerging Markets Index	18,3 %	-2,5 %	-20,1 %	9,8 %	7,5 %
MSCI Emerging Markets Value Index	5,5 %	4,0 %	-15,8 %	14,2 %	4,5 %

JAPAN FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
Japan Focused Value – brutto	0,1 %	8,3 %	0,7 %	11,6 %	10,2 %
Pzena Japan Focused Value – netto	-0,7 %	7,5 %	-0,1 %	10,7 %	9,3 %
TOPIX	12,6	0,8 %	-15,2 %	19,6 %	7,7 %
TOPIX Value	0,8 %	5,5 %	-5,0 %	23,9 %	13,2 %

LARGE CAP FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
Large Cap Focused Value – brutto	-1,5 %	30,2 %	-5,7 %	20,0 %	5,0 %
Large Cap Focused Value – netto	-2,2 %	29,3 %	-6,3 %	19,2 %	4,3 %
Russell 1000® Value	2,8 %	25,2 %	-7,5 %	11,5 %	14,4 %

MID CAP FOCUSED VALUE

	2020	2021	2022	2023	2024
Mid Cap Focused Value – brutto	7,8 %	32,9 %	-5,0 %	22,6 %	1,8 %
Mid Cap Focused Value – netto	6,8 %	31,6 %	-6,0 %	21,4 %	0,8 %
Russell Midcap® Value	5,0 %	28,3 %	-12,0 %	12,7 %	13,1 %

Siehe Anmerkungen zum Portfolio / Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf der folgenden Seite.

Wertenwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Währungsschwankungen können die Renditen gegebenenfalls positiv oder negativ beeinflussen.

Die Bruttorenditen sind vor Abzug von Managementgebühren und nach Abzug von Transaktionskosten dargestellt. Die Rendite des Anlegers muss um die Managementgebühren reduziert werden. Die Nettorenditen werden unter Verwendung einer Modellgebühr berechnet, die monatlich von den Bruttorenditen abgezogen wird. Pzena verwendet die höchste Stufe der Gebührenstruktur, ohne Performancegebühren, um die Auswirkungen von Gebühren auf die Renditen zu veranschaulichen. Bei Veränderungen der Produktgebühren wird die höchste Stufe der Gebührenstruktur entsprechend angepasst.

Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen

ANMERKUNGEN ZUM PORTFOLIO

Der Inhalt dieses Dokuments dient nur zur Information und erläutert bestimmte von Pzena Investment Management, LLC („PIM“) verwaltete Anlagestrategien. Er stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zum Kauf einer der in diesem Dokument erwähnten Strategien dar.

Die spezifischen Portfoliotitel, die in den Abschnitten Abschnitt Marktcommentar, Blick auf das globale Research und Stewardship Insights dieses Berichts besprochen werden, wurden auf der Grundlage ihrer Fähigkeit ausgewählt, Ihnen zu helfen, unseren Anlageprozess zu verstehen, und nicht auf der Grundlage der Performance. Sie repräsentieren nicht alle Wertpapiere, die wir im Berichtsquartal für unsere Kunden gekauft, verkauft oder empfohlen haben, und Sie sollten nicht davon ausgehen, dass Anlagen in diese Wertpapiere rentabel waren oder sein werden. Die im Abschnitt „Position im Fokus“ dieses Berichts erörterte Titel (Samsung Electronics) wurde im ersten Quartal 2025 in unseren Strategien Emerging Market Focused Value, Focused Value, Global Focused Value, Global Value, Large Cap Focused Value, Large Cap Value, Mid Cap Focused Value sowie anderen Strategien gehalten. Diese Wertpapiere wurden nicht aufgrund ihrer Performance ausgewählt, sondern um unseren Researchprozess zu veranschaulichen. Die Top 10 Positionen für unsere Strategien wurden aus dem Composite der jeweiligen Strategie abgeleitet. Von einzelnen Kunden gehaltene Positionen können sich unterscheiden, wenn unterschiedliche Produktstrategien ausgewählt wurden. Positionen können sich auch je nach den Eröffnungsdaten, Cashflow, Steuerstrategien uvm. in den einzelnen Kundenkonten unterscheiden. Es gibt keine Garantie dafür, dass die hierin besprochenen Wertpapiere zum Zeitpunkt des Erhalts dieses Berichts in Ihrem Portfolio verbleiben oder dass die verkauften Wertpapiere nicht zurückgekauft worden sind. Die erörterten Wertpapiere bilden nicht das gesamte Portfolio eines Kunden ab und können insgesamt nur einen kleinen Anteil der in einem Portfolio vertretenen Positionen repräsentieren.

Die Bruttorenditen sind vor Abzug von Managementgebühren und nach Abzug von Transaktionskosten dargestellt. Die Rendite des Anlegers muss um die Managementgebühren reduziert werden. Die Nettorenditen werden unter Verwendung einer Modellgebühr berechnet, die monatlich von den Bruttorenditen abgezogen wird. Pzena verwendet die höchste Stufe der Gebührenstruktur, ohne Performancegebühren, um die Auswirkungen von Gebühren auf die Renditen zu veranschaulichen. Bei Veränderungen der Produktgebühren wird die höchste Stufe der Gebührenstruktur entsprechend angepasst.

RISIKOHINWEISE

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des Risikos eines Verlusts des eingesetzten Kapitals. Anlagen können in unterschiedlichen Währungen getätigt werden. Aus diesem Grund können Veränderungen des Wechselkurses dazu führen, dass der Wert einer Anlage ab- oder zunimmt. Der Kurs von Aktien kann aufgrund wirtschaftlicher oder politischer Veränderungen oder Veränderungen in der Finanzlage eines Unternehmens manchmal schnell plötzlich oder unvorhergesehen schwanken. Anlagen in ausländische Wertpapiere sind mit politischen, wirtschaftlichen und Währungsrisiken, größerer Volatilität und Unterschieden in der Rechnungslegungsmethode verbunden. Diese Risiken sind bei Anlagen in Schwellenländern größer. Anlagen in Unternehmen mit geringer oder mittlerer Marktkapitalisierung sind gegenüber solchen in größerer Unternehmen mit zusätzlichen Risiken wie begrenzter Liquidität und höherer Volatilität verbunden. Schwerpunkt der Strategien von PIM ist ein „Value“-Anlagestil, welcher sich auf unterbewertete Unternehmen konzentriert, deren Eigenschaften eine verbesserte Bewertung erwarten lassen. Dieser Anlagestil birgt das Risiko, dass die Unternehmensbewertungen sich nicht verbessern oder dass die Rendite von Value-Aktien sich nicht im Einklang mit den Renditen anderer Anlagestile oder dem Aktienmarkt im Allgemeinen entwickelt.

Wertenwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse, und die Wertenwicklung der von PIM verwalteten Konten oder gemischten Fonds sollte nicht als Indikator für die zukünftige Performance der von PIM verwalteten Konten oder gemischten Fonds angesehen werden. Die Anlagerendite und der Kapitalwert einer Anlage schwanken im Laufe der Zeit. Die in diesem Dokument enthaltenen Performanceangaben sind historischer Natur. Die für die einzelnen Anlagestrategien dargestellten Performanceangaben entsprechen der zusammengesetzten Performance von separat verwalteten Konten und/oder gemischten Fonds (abhängig von der jeweiligen Anlagestrategie).

OFFENLEGUNGEN

Die London Stock Exchange Group plc und ihre Konzerngesellschaften (zusammen die „LSE Group“). ©LSE Group 2025. FTSE Russell ist ein Handelsname bestimmter Gesellschaften der LSE Group. Russell® ist eine Handelsmarke der entsprechenden Gesellschaften der LSE Group und wird

von anderen Gesellschaften der LSE Group unter Lizenz verwendet. Alle Rechte an den FTSE Russell-Indizes oder -Daten liegen bei der jeweiligen Gesellschaft der LSE Group, die Eigentümerin des Index bzw. der Daten ist. Weder die LSE Group noch ihre Lizenzgeber übernehmen die Haftung für Fehler oder Auslassungen in den Indizes oder Daten, und Leserinnen und Leser dürfen sich nicht auf die in dieser Mitteilung enthaltenen Indizes oder Daten verlassen. Die Weiterverbreitung von Daten der LSE Group ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher Genehmigung der jeweiligen Gesellschaft der LSE Group gestattet. Die LSE Group fördert, sponsert oder befürwortet den Inhalt dieser Mitteilung nicht.

Der Global Industry Classification Standard („GICS“) wurde von MSCI Inc. („MSCI“) und Standard & Poor's, einer Abteilung von The McGraw-Hill Companies, Inc. entwickelt und ist deren ausschließliches Eigentum sowie eine Dienstleistungsmarke. („S&P“) und ist zur Verwendung durch Pzena Investment Management, LLC („PIM“) lizenziert. Weder MSCI, S&P noch Dritte, die an der Erstellung oder Zusammenstellung des GICS oder der GICS-Klassifizierungen beteiligt sind, geben ausdrückliche oder stillschweigende Garantien oder Zusicherungen in Bezug auf einen solchen Standard oder eine solche Klassifizierung (oder die Ergebnisse, die durch deren Verwendung erzielt werden), und alle diese Parteien lehnen hiermit ausdrücklich alle Garantien in Bezug auf Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf einen solchen Standard oder eine solche Klassifizierung ab. Ohne das Vorstehende einzuschränken, haften MSCI, S&P und ihre verbundenen Unternehmen oder Dritte, die an der Erstellung oder Zusammenstellung des GICS oder von GICS-Klassifizierungen beteiligt sind, in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere, strafende, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit solcher Schäden informiert wurden.

Der S&P 500® ist eine eingetragene Marke von Standard & Poor's, einer Abteilung von The McGraw Hill Companies, Inc., die Eigentümerin aller Urheberrechte in Bezug auf diesen Index und die Quelle der hierin erwähnten Performance-Statistiken dieses Index ist.

Die Informationen von MSCI sind nur für Ihren internen Gebrauch bestimmt. Sie dürfen in keiner Form vervielfältigt oder weiterverbreitet werden und nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten, Produkten oder Indizes verwendet werden.

Die Informationen von MSCI oder ihre Bestandteile dürfen nicht als Anlageberatung oder Empfehlung angesehen werden, eine Anlageentscheidung beliebiger Art zu treffen (oder dies zu unterlassen), und sie dürfen nicht als Entscheidungsgrundlage verwendet werden. Historische Daten und Analysen sollten nicht als Indikator oder Garantie für zukünftige Performanceanalysen, Prognosen oder Vorhersagen verstanden werden. Die Informationen von MSCI werden wie besehen zur Verfügung gestellt. Der Nutzer dieser Informationen trägt das gesamte Risiko für jegliche Verwendung dieser Informationen. MSCI, seine verbundenen Unternehmen und alle anderen Personen, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung von Informationen von MSCI beteiligt ist oder damit in Verbindung steht (zusammen die „MSCI-Parteien“), lehnen jegliche Garantien in Bezug auf diese Informationen ausdrücklich ab (unter anderem jegliche Garantien in Bezug auf Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Aktualität, Nichtverletzung von Rechten, Gebrauchstauglichkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck). Ohne die vorstehenden Bestimmungen einzuschränken, haften die MSCI-Parteien in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere Schäden, Schadenersatz, Folgeschäden (einschließlich entgangener Gewinne) oder sonstige Schäden.

Benchmarks werden ausschließlich zu Vergleichszwecken verwendet. In die Russell-, MSCI- und TOPIX-Indizes kann nicht direkt investiert werden. Die Strategien von Pzena weisen deutlich stärker konzentrierte Positionen auf und haben andere Sektor- bzw. regionale Gewichtungen als ihre jeweiligen Benchmarks. Dementsprechend unterscheidet sich auch die Performance der Composites von Pzena von denen der Indizes und ist zuweilen volatil.

Der Russell 1000® Value Index misst die Wertentwicklung des Large-Cap-Value-Segments des US-Aktienuniversums. Er enthält die im Russell 1000® Index vertretenen Unternehmen mit einem niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnis und geringeren prognostizierten Wachstumsraten. Der Russell 2000® Value Index misst die Wertentwicklung des Small-Cap-Value-Segments des US-Aktienuniversums. Er enthält die im Russell 2000® Index vertretenen Unternehmen mit einem niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnis und geringeren prognostizierten Wachstumsraten. Der Russell Midcap® Value Index misst die Wertentwicklung des Midcap-Value-Segments des US-Aktienuniversums. Hierzu gehören Russell Midcap® Index-Unternehmen mit niedrigerem Kurs-Buchwert-Verhältnis und niedrigeren prognostizierten Wachstumswerten.

Der MSCI World Index ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Performance von Aktien aus Industrieländern misst und Aktienrenditen einschließlich Dividenden nach Abzug der von MSCI berechneten Quellensteuersätze angibt. Der MSCI All Country World Index

Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen (Forts.)

(ACWI) ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Performance von Aktien aus Industrie- und Schwellenländern misst und Aktienrenditen einschließlich Dividenden nach Abzug der von MSCI berechneten Quellensteuersätze angibt. Der MSCI EAFE Index ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Performance von Aktien aus Industrieländern ohne die USA und Kanada misst und Aktienrenditen einschließlich Dividenden nach Abzug der von MSCI berechneten Quellensteuersätze angibt. Der MSCI ACWI ex USA Index ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Performance von Aktien aus Industrie- und Schwellenländern mit Ausnahme der USA messen soll und Aktienrenditen einschließlich Dividenden nach Abzug der von MSCI berechneten Quellensteuersätze liefert. Der MSCI Schwellenländer Index ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Performance des Aktienmarktes von Schwellenländern messen soll. Er bietet Aktienrenditen einschließlich Dividenden nach Abzug von Quellensteuersätzen, wie von MSCI berechnet. Der MSCI World ex-USA Small Cap Index ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Wertentwicklung von Small-Cap-Aktien aus Industrieländern mit Ausnahme der Vereinigten Staaten messen soll und Aktienrenditen einschließlich Dividenden nach Abzug der von MSCI berechneten Quellensteuersätze liefert. Der TOPIX Net Total Return Index ist ein um den Streubesitz bereinigter, nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der anhand aller im ersten Segment („First Section“) der TSE notierten inländischen Stammaktien einschließlich Dividenden nach Abzug der von TOPIX berechneten Quellensteuersätze berechnet wird. Der MSCI Europe Index ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Performance der Aktienmärkte der Industrieländer in Europa misst und Aktienrenditen einschließlich Dividenden nach Abzug der von MSCI berechneten Quellensteuersätze angibt.

Der MSCI World Value Index, der MSCI ACWI Value Index, der MSCI EAFE Value Index, der MSCI ACWI ex USA Value Index, der MSCI Schwellenländer Value Index, der MSCI World ex-USA Small Cap Value Index, der TOPIX Value Index und der MSCI Europe Value Index werden aus ihrem jeweiligen Mutterindex gebildet. Die Merkmale des Value-Anlagestils für die Indexerstellung werden anhand von drei Variablen definiert: Verhältnis des Buchwerts zum Kurs, Verhältnis der Gewinne der nächsten zwölf Monate zum Kurs und Dividendenrendite.

WEITERE INFORMATIONEN

Pzena Investment Management, LLC hat seinen Sitz in 320 Park Avenue, 8th Floor, New York, NY 10022 und ist ein eingetragener Anlageberater, der bei der United States Securities and Exchange Commission registriert ist.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren oder Anlageberatungsdienstleistungen in Ländern dar, in denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist, oder gegenüber Personen, denen gegenüber ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist, oder wenn die Person, die das Angebot oder die Aufforderung abgibt, nicht dazu berechtigt ist. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und stellen keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. Potenziellen Anlegern wird empfohlen, ihre eigenen professionellen Berater zu konsultieren, um sich über die Auswirkungen einer Investition in Wertpapiere oder Anlageberatungsdienste zu informieren.

ZUSÄTZLICHE INFORMATIONEN FÜR BRITISCHE ANLEGER:

Diese Marketingmitteilung wird von Pzena Investment Management, Limited („PIM UK“) herausgegeben. PIM UK ist ein in England und Wales eingetragenes Unternehmen mit beschränkter Haftung, die unter der Nummer 09380422 registriert ist und ihren Sitz in 34-37 Liverpool Street, London EC2M 7PP, United Kingdom hat. PIM UK ist ein ernannter Vertreter von Vittoria & Partners LLP (FRN 709710), die von der Financial Conduct Authority („FCA“) zugelassen ist und reguliert wird. Die Pzena-Dokumente wurden von Vittoria & Partners LLP genehmigt und werden in Großbritannien nur professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien gemäß der Definition der FCA zur Verfügung gestellt.

Die Dokumente von Pzena werden ausschließlich professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien gemäß der Definition der FCA zur Verfügung gestellt. Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Der Wert Ihrer Anlage kann sowohl steigen als auch fallen. Möglicherweise erhalten Sie bei der Rücknahme nicht den vollen Betrag der ursprünglichen Anlage zurück. Die in diesem Dokument enthaltenen Einschätzungen und Erklärungen sind diejenigen von Pzena Investment Management und beruhen auf internem Research.

ZUSÄTZLICHE INFORMATIONEN FÜR EU-ANLEGER:

Diese Marketingunterlagen werden von Pzena Investment Management Europe Limited („PIM Europe“) herausgegeben. PIM Europe (Nr. C457984) ist von der Central Bank of Ireland als OGAW-Verwaltungsgesellschaft zugelassen und wird von dieser reguliert (gemäß der irischen Rechtsverordnung European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations, 2011, in ihrer jeweils gültigen Fassung) und verfügt über eine zusätzliche Zulassung zur Verwaltung von Anlageportfolios gemäß von Anlegern

erteilten Mandaten auf diskretionärer Basis für jeden einzelnen Kunden, sofern diese Portfolios eines oder mehrerer der in Abschnitt C des Anhangs der MiFID-Verordnung (Märkte für Finanzinstrumente) von 2017 (S.I. Nr. 375 von 2017) in der jeweils gültigen Fassung aufgeführten Anlageinstrumente enthalten, sowie zur Anlageberatung in Bezug auf eines oder mehrere der in Anhang I, Abschnitt C der Richtlinie 2004/39/EC aufgeführten Instrumente. PIM Europe ist in Irland beim Companies Registration Office mit der Nr. 699811 registriert. Gesellschaftssitz ist Riverside One, Sir John Rogerson's Quay, Dublin, 2, Irland. Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Der Wert Ihrer Anlage kann sowohl steigen als auch fallen. Möglicherweise erhalten Sie bei der Rücknahme nicht den vollen Betrag der ursprünglichen Anlage zurück. Die in diesem Dokument enthaltenen Einschätzungen und Erklärungen sind diejenigen von Pzena Investment Management und beruhen auf internem Research.

NUR FÜR AUSTRALIEN UND NEUSEELÄNDISCHE ANLEGER:

Dieses Dokument wurde von Pzena Investment Management, LLC (ARBN 108 743 415), einer Limited Liability Company, („Pzena“) erstellt und herausgegeben. Pzena wird von der Securities and Exchange Commission (SEC) nach US-Recht reguliert, das sich vom australischen Recht unterscheidet. Pzena ist gemäß ASIC Class Order CO 03/1100 und der Übergangsregelung gemäß ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, verlängert bis 31. März 2026 durch ASIC Corporations (Amendment) Instrument 2024/497, von der Pflicht befreit, eine australische Finanzdienstleistungslizenz in Australien zu besitzen. In Übereinstimmung mit dieser Befreiung bietet Pzena in Australien ausschließlich Finanzdienstleistungen für „Wholesale-Kunden“ an. Dieses Dokument ist nicht für die direkte oder indirekte Verteilung oder Weitergabe an andere Personengruppen in Australien bestimmt.

In Neuseeland ist jedes Angebot auf „wholesale Anleger“ im Sinne von Klausel 3(2) des Schedule 1 des Financial Markets Conduct Act 2013 („FMCA“) beschränkt. Dieses Dokument darf nicht als Angebot behandelt werden und darf von Personen in Neuseeland, die keine „Wholesale-Anleger“ sind, nicht angenommen werden.

NUR FÜR ANLEGER IN JERSEY:

Für die Weitergabe dieses Dokuments wurde keine Zustimmung gemäß der Control of Borrowing (Jersey) Order 1958 (die „COBO Order“) eingeholt. Dementsprechend darf das Angebot, das Gegenstand dieses Dokuments ist, nur in Jersey abgegeben werden, wenn es im Vereinigten Königreich oder in Guernsey gültig ist. Es darf in Jersey nur an Personen verteilt werden, die denen ähnlich sind, an die es derzeit im Vereinigten Königreich oder in Guernsey verteilt wird, je nach Sachlage, und auf ähnliche Weise. Die Direktoren können eine solche Genehmigung in Zukunft beantragen, sind jedoch nicht dazu verpflichtet. Die in diesem Dokument erörterten Produkte und/oder Dienstleistungen sind nur für erfahrene Anleger geeignet, die die damit verbundenen Risiken verstehen. Weder Pzena Investment Management, Ltd. noch Pzena Investment Management, LLC oder die Aktivitäten eines mit Pzena Investment Management, Ltd. oder Pzena Investment Management, LLC verbundenen Funktionsträger unterliegen den Bestimmungen der Financial Services (Jersey) Law 1998.

NUR FÜR ANLEGER AUS SÜDAFRIKA:

Der Pzena Emerging Markets Focused Value Fund, der Pzena Emerging Markets Select Value Fund, der Pzena Global Focused Value Fund und der Pzena Global Value Fund sind gemäß Abschnitt 65 des CISCIA registriert und zugelassen.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zur Zeichnung oder zum Kauf bestimmter Anlagen dar noch ist es Teil eines solchen Angebots. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen können nach der Veröffentlichung jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Wir lehnen daher jegliche Haftung für Verluste, Haftung, Schäden (ob direkt oder Folgeschäden) oder Kosten jeglicher Art ab, die als Folge von oder direkt oder indirekt auf die Verwendung oder das Vertrauen auf die Informationen zurückzuführen sind.

Vermögensanlagen in Wertpapieren (Collective Investment Schemes, CIS) sollten als mittel- bis langfristige Anlagen betrachtet werden. Der Wert kann sowohl steigen als auch fallen, und die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist nicht unbedingt ein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. CISs werden zum aktuell geltenden Preis gehandelt und können an der Ausleihe und dem Verleih von Wertpapieren teilnehmen. Eine Aufstellung der Gebühren, Kosten und Höchstprovisionen ist auf Anfrage bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich. Ein CIS kann für neue Anleger geschlossen werden, damit es gemäß seinem Auftrag effizienter verwaltet werden kann. Es gibt keine Garantie in Bezug auf das Kapital oder die Renditen eines Portfolios. Vertretungsbüro: Prescient Management Company (RF) (Pty) Ltd ist gemäß dem Gesetz über die Kontrolle von Organismen für gemeinsame Anlagen (Nr. 45 von 2002) registriert und zugelassen. Für weitere Informationen wie Fonds-Preise, Gebühren, Broschüren, Mindestoffenlegungsdokumente und Antragsformulare gehen Sie bitte auf www.pzena.com.

© Pzena Investment Management, LLC, 2025. Alle Rechte vorbehalten.



320 PARK AVENUE, 8. STOCK | NEWYORK, NY 10022 | TEL: (347) 643-0912 | FAX: (212) 308-0010 | WWW.PZEN A.COM

© Pzena Investment Management, 2025. Alle Rechte vorbehalten.

20250423-20260423-4429532