

# Quartalsbericht an Kunden

Viertes Quartal 2025

---

## INHALTSVERZEICHNIS

2

### KOMMENTAR

In den entwickelten Märkten hat sich die Dynamik zum zweiten Mal in Folge verstärkt, wobei sich die Führungsrolle zunehmend konzentriert und spekulativ zeigt. In der Vergangenheit haben solche Umstände oft attraktive langfristige Chancen für Value-Investoren geschaffen.

5

### GLOBALER RESEARCH BERICHT

Die globalen Märkte legten zum Jahresende zu, wobei Value-Aktien eine Outperformance gegenüber Growth-Aktien erzielten. Wir erzielten Gewinne aus den Finanz- und Technologiesektoren und investierten die Erlöse in stark dis-kontierte Chancen im globalen Gesundheitswesen, im Getränkesektor und in ausgewählte Small Caps.

8

### EINBLICKE STEWARDSHIP

Engagement-Highlights aus unserer Chancenliste für 2025.

10

### HIGHLIGHTED HOLDING - DAIKIN INDUSTRIES

Daikin Industries, ein weltweit führender Anbieter von Heizungs-, Lüftungs- und Klimatechnik, wird derzeit zu einem niedrigen Kurs gehandelt, da der jüngste Investitionszyklus, Lager-bestandsprobleme und zyklische Gegenwinde seine normale Ertragskraft überschatten.

13

### PORTFOLIO-STRATEGIEN

Die meisten unserer Portfolios legten im vierten Quartal absolut gesehen zu. US-Strategien mit größerer Marktkapitalisierung schnitten überdurchschnittlich ab, während andere US-Portfolios blieben zurück. Außerhalb der USA waren die Ergebnisse insgesamt stark, unterstützt durch die Jahresendrallye der Value-Aktien und die Positionierung der Portfolios.

# An unsere Kunden

Die globalen Aktienmärkte beendeten das Jahr mit einem Plus, wobei die Performance im vierten Quartal durch die robuste Konjunktur und die sich verbessernden Zinserwartungen gestützt wurde. Im Jahr 2025 wurden die Renditen von einer kleinen Gruppe von Marktführern getragen, und die Dynamik blieb in allen Regionen und Stilrichtungen eine starke Kraft. Wir glauben, dass eine solche Konzentration attraktive Chancen für geduldige, wertorientierte Anleger schaffen kann, da viele hochwertige Unternehmen noch nicht berücksichtigt wurden. Die meisten unserer Portfolios erzielten sowohl im Quartal als auch im Gesamtjahr positive absolute Renditen. Im vierten Quartal übertrafen unsere US-Large-Cap-Portfolios ihre Benchmarks, während einige andere US-Strategien hinterherhinkten. Außerhalb der USA schnitten unsere Portfolios insgesamt überdurchschnittlich ab.

In unserem Kommentar untersuchen wir, wie extreme Dynamik die Märkte geprägt und die Streuung vergrößert hat und warum diese Bedingungen in der Vergangenheit attraktive langfristige Chancen für Value-Investoren geschaffen haben. Unser Global Research Review fasst die wichtigsten Maßnahmen des Quartals zusammen, darunter die Ausweitung von diskontierten Gelegenheiten, wie globalen Pharma- und Getränkeproduzenten in den USA, Frankreich, Brasilien und Japan; weiterer Ausbau der Position in US-amerikanischen Small-Cap-Industrieunternehmen; sowie Reduzierung oder Veräußerung ausgewählter Technologie- und Konsumgüteraktien in Korea, den USA und Großbritannien, da diese sich ihrem fairen Wert näherten.

Das Highlight-Unternehmen dieses Quartals, Daikin Industries, ist ein weltweit führender Anbieter von Heizungs-, Lüftungs- und Klimatechnik. Wir glauben, dass der Markt den vorübergehenden Margendruck zu einer dauerhaften Wertminderung hochrechnet, und sehen einen Weg zu normalisierter Rentabilität und verbesserten Renditen.

Abschließend präsentieren wir Ihnen in unserem Artikel „Stewardship Insights“ unsere jährliche Überprüfung der Opportunity List und zeigen Beispiele dafür, wie die Ergebnisse des Engagements im Jahr 2025 zu Ergänzungen, Streichungen und Änderungen der Bewertungen geführt haben.

Wir bedanken uns für Ihre anhaltende Unterstützung und die Möglichkeit, unsere Forschungsergebnisse zu teilen. Wir freuen uns auf Ihre Rückmeldung.

Mit freundlichen Grüßen  
Pzena Investment Management

## PZENA MARKTKOMMENTAR

Momentum-Aktien haben in den entwickelten Märkten starke Gewinne erzielt, und die Führungsrolle ist spekulativer geworden. Frühere Momentum-Zyklen helfen dabei, zu verstehen, was ähnliche Situationen für wertorientierte Anleger bedeutet haben.

Die Aktienkursdynamik<sup>1</sup> war 2025 die bestimmende Kraft an den globalen Aktienmärkten und markierte das zweite Jahr in Folge eine führende Rolle der Dynamik in den USA und ein ähnlich starkes Ergebnis außerhalb der USA.

Drei Themen stechen dabei besonders hervor:

- Momentum-Aktien haben in den USA um rund 17 Prozentpunkte und in den entwickelten Märkten außerhalb der USA um 22 Prozentpunkte besser abgeschnitten.
- Die Aktien und Bewertungskohorten, die die Renditen antreiben, entsprechen weitgehend den historischen Momentum-Zyklen.
- Perioden mit ausgeprägtem Momentum haben in der Vergangenheit attraktive langfristige Chancen für wertorientierte Anleger geschaffen.

### MOMENTUM AUF EINEM EXTREMEN NIVEAU, ABER NICHT ÜBERALL

Das vergangene Jahr war in den entwickelten Märkten von Momentum-Strategien geprägt. Dies galt sowohl innerhalb als auch außerhalb der USA, obwohl sich die Art der Führungsrolle im Laufe der Zeit verändert hat. Die Momentum-Performance war sowohl in den USA und außerhalb der USA in entwickelten Märkten (Abbildung 1).

Der Weg dorthin war nicht ohne Hindernisse. Momentum-Aktien verzeichneten vor Trumps „Liberation Day“ einen starken Rückgang, was Fragen darüber aufkommen ließ, ob die Führungsrolle endgültig gebrochen sei. Dieser Rückgang erwies sich jedoch als vorübergehend, da sich das Momentum im weiteren Verlauf des Jahres wieder deutlich erholt.

Seit dem Liberation Day hat die Führungsrolle einen spekulativeren Charakter angenommen. Die Performance wird zunehmend eher von der Stimmung als von den Fundamentaldaten bestimmt.

Gemessen über die letzten zwölf Monate liegt die Outperformance des Momentum gegenüber dem Markt sowohl in den USA als auch in den Nicht-US-Entwicklungsmärkten auf einem historisch extremen

Niveau.

Auf globaler Ebene erscheint die Outperformance des Momentum insgesamt hoch, aber weniger exzessiv, da die Schwellenländer einbezogen wurden, in denen das Momentum weniger ausgeprägt war.

**Abbildung 1: Das Momentum hat sich deutlich überdurchschnittlich entwickelt**

	2025 Momentum-Outperformance	Perzentil unter rollierenden 12-Monats-Zeiträumen
<b>US-Large-Cap</b>	+17,1	93
<b>US-Small Cap</b>	+10,9	77
<b>Global</b>	+11,5	76
<b>EAFE</b>	+22,4 %	95
<b>Europe</b>	+28,7 %	99
<b>Schwellenländer</b>	+7,5 %	59

Quelle: Empirical Research Partners, Analyse von Pzena  
Momentum ist definiert als das beste Quintil des Universums, gemessen anhand der täglichen Kursentwicklung über neun Monate. Outperformance ist definiert als die Rendite des Momentum abzüglich der Rendite des Universums. Alle Daten sind gleichgewichtet, in US-Dollar, Stand: 31. Dezember 2025.

US-Large-Cap = die größten ~750 US-Aktien, US-Small-Cap = US-Aktien, die nach Marktkapitalisierung auf den Plätzen 751 bis 2.750 rangieren. Global = MSCI ACWI-Universum. EAFE = MSCI EAFE-Universum. Europa = MSCI Europe-Universum. EM = MSCI EM-Universum.

Beginn der Daten für US-Large-Cap-Aktien = 1. Februar 1952. Beginn der Daten für US-Small-Cap-Aktien = 1. Januar 1965. Beginn der Daten für globale und nicht-US-Aktien = 1. Januar 1992.

Bezieht sich nicht auf ein bestimmtes Produkt oder eine bestimmte Dienstleistung von Pzena. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge.

Dies sind erhöhte Werte, aber die Ursachen für die Dynamik sind von Bedeutung.

### MOMENTUM, SPEKULATION UND LANGFRISTIGE BELEGE

Momentum und Value sind weder Gegensätze noch ergänzen sie sich von Natur aus. Sie können sich je nach Marktstruktur und Anlegerverhalten gemeinsam entwickeln oder auseinanderlaufen.

Über lange Zeiträume hinweg haben beide Ansätze

1. Um die Kursdynamik von Aktien zu definieren, haben wir das Quintil mit der besten Performance Aktien der letzten neun Monate, die monatlich neu gewichtet wurden.

## PZENA MARKTKOMMENTAR (FORTS.)

eine Outperformance erzielt<sup>2</sup>. Strategien, die sich auf Value konzentrieren, und solche, die sich auf Momentum konzentrieren, haben jeweils eine annualisierte Rendite von rund 14 Prozent erzielt, wobei sie dabei sehr unterschiedliche Wege eingeschlagen haben<sup>3</sup>. Der Unterschied lag immer im Timing.

Historisch gesehen fielen die für Value-Aktien schwierigsten Phasen tendenziell mit dem späten Momentum zusammen, wenn die Renditen zunehmend angetrieben durch spekulatives Verhalten und nicht durch eine Verbesserung der Fundamentaldaten. Während der Dotcom-Blase verlagerte sich die Dynamik entscheidend auf unrentable und hochspekulative Unternehmen, wodurch viele hochwertige Unternehmen ins Hintertreffen gerieten.

Das aktuelle Umfeld weist Elemente dieses Musters auf, auch wenn sich die Geschichte selten eins zu eins wiederholt.

### US-MÄRKE UND EXTREME BEWERTUNGEN

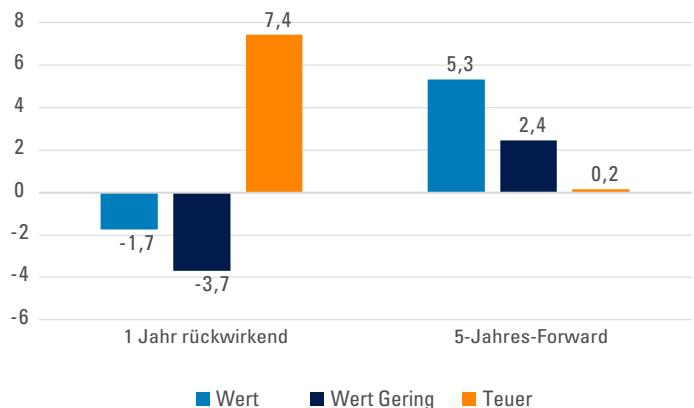
In den USA war die Führungsposition im vergangenen Jahr erneut knapp. Hochwachsende Mega-Cap-Aktien dominierten zu Beginn des Zyklus und verstärkten damit Trends, die bereits seit mehreren Jahren bestehen.

Seit dem Liberation Day hat sich die Führungsrolle in weniger konstruktiver Weise ausgeweitet, da die Momentum-Führung einen spekulativeren Charakter angenommen hat. Meme Aktien, SPACs, stark geshortete Aktien und unprofitable Unternehmen gehörten zu den Aktien mit der stärksten Performance, was an frühere Episoden erinnert, in denen sich das Momentum zunehmend von den Fundamentaldaten abkoppelte.

Das US-Alpha-Diagramm veranschaulicht, wie sich Bewertungskohorten in Zeiten hoher Momentum-Regime verhalten (Abbildung 2).

**Abbildung 2: Performance der US-Bewertungsquintile nach Momentum-Regime**

Durchschnittliche rollierende Überschussrenditen in Perioden mit hohem Momentum



Quelle: Empirical Research Partners, Sanford C. Bernstein & Co., Pzena-Analyse Hohes Momentum = oberes Terzil der Momentum-Überrenditeperioden, basierend auf den relativen Renditen gegenüber dem Universum. Das Momentum ist definiert als das beste Quintil des Universums, gemessen anhand der täglichen Kursentwicklung über neun Monate.

Wert = Aktien innerhalb des günstigsten Quintils basierend auf dem Kurs-Buchwert-Verhältnis der 1000 größten US-Aktien (nach Marktkapitalisierung geordnet). Wert Light = zweitgünstigstes Quintil. Teuer = teuerstes Quintil. Die Quintile werden auf gleichgewichteter Basis gemessen. Die Überrendite wird gegenüber dem Kapitalisierungsgewichteten Markt (1000 größte US-Aktien) berechnet. Die Gesamtrenditedaten sind annualisiert, in US-Dollar, vom 1. Januar 1960 bis zum 31. Dezember 2025.

Stellt kein bestimmtes Produkt oder keine bestimmte Dienstleistung von Pzena dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Renditen.

In Zeiten mit hoher Dynamik blieben günstige Aktien in der Vergangenheit zurück, während teure Aktien die höchste Alpha-Rendite erzielten. Die Ergebnisse dieses Jahres stehen im Einklang mit dieser historischen Entwicklung.

Was ebenfalls mit der Geschichte übereinstimmt, ist das, was zurückgelassen wurde. Hochwertige, fundamental starke Unternehmen blieben zurück, da das Kapital in spekulativeren Anlagen floss.

Nach Phasen extremer und spekulativer Dynamik haben sich die Renditeaussichten in der Vergangenheit erheblich verschoben. Günstige Aktien haben in den folgenden fünf Jahren eine deutlich überdurchschnittliche Performance erzielt, während teure und spekulative Aktien aufgrund der angepassten Erwartungen zu kämpfen hatten.

### NORMALE ZEITEN BEGÜNSTIGEN DEN WERT

Außerhalb extremer Momentum-Phasen haben sich Bewertungseffekte zuverlässiger durchgesetzt. In normalen Zeiten haben günstige Aktien in den letzten

2. Siehe Jegadeesh und Titman (1993) sowie Fama und French (1992)

3. Seit 1960 hat das günstigste Quintil (nach Preis/Buchwert) der 1000 größten US-Aktien eine Rendite von 14,2 % erzielt (Quelle: Sanford C. Bernstein & Co.), während das oberste Quintil der größten ~750 US-Aktien, gemessen am täglichen Kursverlauf über neun Monate, eine Rendite von 13,9 % erzielt hat (Quelle: Empirical Research Partners).

## PZENA MARKTKOMMENTAR (FORTS.)

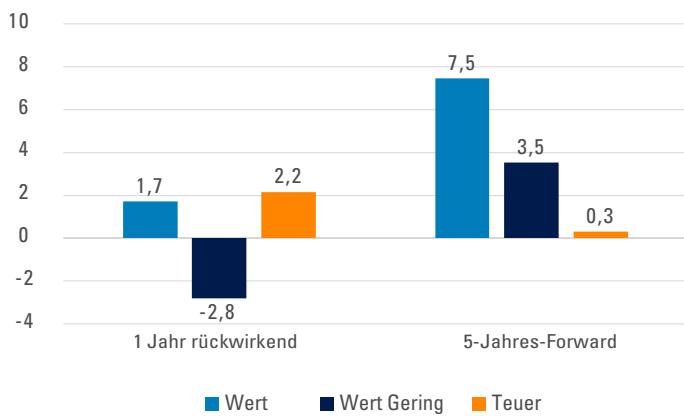
zwölf Monaten tendenziell eine Outperformance erzielt und diese auch in den folgenden fünf Jahren fortgesetzt. Teure Aktien haben ein anderes Muster gezeigt: Sie bleiben zunächst oft zurück, erholen sich dann leicht, liegen aber über den gesamten Zyklus hinweg weiterhin hinter wertorientierten Aktien zurück. Aktien mit geringem Wert blieben in allen Zeiträumen um 200 bis 300 Basispunkte hinter Wertaktien zurück.

### AUSSERHALB DER USA SEHEN DIE ENTWICKELTEN MÄRKTE ANDERS AUS

Während Momentum außerhalb der USA im Jahr 2025 ebenso stark war, haben die teuersten Aktien in der Vergangenheit nicht in gleicher Weise wie in den USA die Phasen mit hohem Momentum dominiert (Abbildung 3).

**Abbildung 3: Performance der EAFE-Bewertungsquintile nach Momentum-Regime**

Durchschnittliche rollierende Überschussrenditen in Phasen mit hohem Momentum



Quelle: Empirical Research Partners, Sanford C. Bernstein & Co., Pzena-Analyse Hohes Momentum = oberes Terzil der Momentum-Überrenditeperioden, basierend auf dem Rückblick  
12-Monats-Relativrenditen im Vergleich zum Universum. Momentum ist definiert als das beste Quintil des Universums, gemessen anhand der täglichen Kursentwicklung über neun Monate.  
Value = Aktien innerhalb des günstigsten Quintils basierend auf dem Kurs-Buchwert-Verhältnis des MSCI EAFE-Universums. Value Light = zweitgünstigstes Quintil. Expensive = teuerstes Quintil. Die Quintile werden auf gleichgewichteter Basis gemessen. Die Überrendite wird gegenüber dem kapitalgewichteten MSCI EAFE-Universum berechnet. Die Gesamtrenditedaten sind annualisiert, in US-Dollar, vom 1. Januar 1992 bis zum 31. Dezember 2025.

Stellt kein bestimmtes Produkt oder keine bestimmte Dienstleistung von Pzena dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge.

Infolgedessen sind Momentum und Value außerhalb der USA häufiger gleichzeitig aufgetreten. Die Performance der letzten zwölf Monate über alle Bewertungskohorten hinweg entspricht dem längerfristigen Muster.

### AUFSTREBENDE MÄRKTE VERSTÄRKEN DAS MUSTER

Die Schwellenländer bieten einen zusätzlichen Bezugspunkt. Die Momentum-Performance war in den Schwellenländern moderater, was in starkem Kontrast zu den extremeren Ergebnissen in den Industrieländern steht.

Wenn die Dynamik in Schwellenländern überdurchschnittlich gut ist, ähnelt die Führungsposition eher den nicht-amerikanischen entwickelten Märkten als den USA. In der Vergangenheit war die Performance breiter gefächert, und wertorientierte Aktien blieben wettbewerbsfähig, anstatt überlaufen zu sein. Dies erklärt, warum die Outperformance des globalen Momentum weniger extrem erscheint als die der USA allein

### EINE OPPORTUNISTISCHE KONSTELLATION FÜR VALUE

Das Momentum lieferte 2025 außergewöhnliche Renditen, insbesondere in den entwickelten Märkten. Gleichzeitig haben sich die Bewertungsunterschiede vergrößert, und viele hoch qualitative Unternehmen sind zurück geblieben.

Die Führungsposition in den nicht-amerikanischen Industrieländern war in der Vergangenheit breiter gefächert, wobei Value-Aktien selbst bei momentumgetriebenen Aufschwüngen eine bedeutendere Rolle spielten. Strukturelle Unterschiede, darunter eine geringere Anzahl großer, narrativ getriebener Wachstumsunternehmen, haben das Ausmaß spekulativer Exzesse begrenzt.

Die Geschichte zeigt, dass Phasen extremer Dynamik oft die Voraussetzungen für starke langfristige Ergebnisse für geduldige, researchorientierte Value-Investoren geschaffen haben. Dies erfordert keine kurzfristige Umkehr, aber in der Vergangenheit wurden Disziplin, Selektivität und eine Fokussierung auf Fundamentaldaten belohnt.

### FAZIT

Die Dynamik hat erneut die Marktführerschaft bei globalen Aktien geprägt und in allen Regionen zu starken Renditen geführt. Für wertorientierte Anleger unterstreicht das aktuelle Umfeld die Notwendigkeit von Geduld und Selektivität, wobei der Schwerpunkt auf den Fundamentaldaten liegt, da die Streuung Chancen eröffnet.

## BLICK AUF DAS GLOBALE RESEARCH

Branchenweite Gegenwinde in Verbindung mit unternehmensspezifischen Problemen boten attraktive Einstiegsmöglichkeiten in mehreren unterschiedlichen und ansonsten soliden Unternehmen, die wir durch eine Rotation aus den Gewinnern während der Rallye der Value-Aktien im vierten Quartal genutzt haben.

Die weltweiten Börsen legten zum Jahresende insgesamt zu, wobei Value-Aktien in allen Regionen und Marktkapitalisierungen die Growth-Aktien übertrafen. Geopolitische und handelspolitische Unsicherheiten, Zinsvolatilität und die zunehmende Verbreitung von KI sowie Investitionen in diesen Bereich waren anhaltende Themen, die Sektoren wie Finanzen und Technologie beflogen und uns Gewinne einbrachten. Wir haben die Erlöse aus Outperformern in günstigere Anlagen umgeschichtet, darunter Unternehmen, die von vorübergehenden makroökonomischen Problemen oder einzelnen spezifischen Problemen betroffen sind, die unserer Meinung nach lösbar sind.

### Pzena-Strategien: Kurs-Gewinn-Verhältnis

Stand: 31. Dezember 2025

	Strategie P/N	Universum Median P/N
Globaler Fokus auf Wert	8,0	15,1
(USA) fokussierter Wert	7,5	13,8
Europäischer Fokus auf Wert	8,3	12,9
Japan-orientierter Wert	9,8	14,0
Fokus auf Schwellenmärkte	8,8	19,0

Quelle: Analyse von Pzena; Schätzung der normalen Erträge durch Pzena.  
Portfolio gewichteter Durchschnitt.  
Die Universen umfassen die nach Marktkapitalisierung größten Aktien jeder Region wie folgt:  
~2.000 größte weltweit; ~1.000 größte in den USA; ~750 größte in Europa; ~750 größte in Japan;  
~1.500 größte in nicht entwickelten Märkten

## GROSSE RABATTE BEI DEN GROSSEN PHARMAUNTERNEHMEN

Die globale Pharmaindustrie hat seit Herbst 2024, als die Chancen des damaligen Kandidaten Donald Trump auf einen Investoren verkauften Aktien von Arzneimittelherstellern, die ihrer Meinung nach anfällig für mögliche Preiskontrollen, Zölle, unwirtschaftliche Produktionsverlagerungen und Kürzungen der staatlichen Ausgaben für Programme wie Medicare und Medicaid waren. Wir halten in unseren Portfolios mehrere große

globale Arzneimittelhersteller, die zusätzlich zu den allgemeinen Branchenproblemen aufgrund von unternehmensspezifischen Kontroversen, die wir identifiziert haben, stark im Wert gefallen sind.

Wir haben kürzlich unsere Positionen in Sanofi und Bristol Myers Squibb (BMY) aufgrund der Schwäche, die durch die Bedenken der Anleger hinsichtlich der Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten der Unternehmen ausgelöst wurde, aufgestockt. Das Patent für Dupixent, das erfolgreiche entzündungshemmende Medikament des französischen Herstellers Sanofi, läuft 2031 aus<sup>1</sup>. Zu diesem Zeitpunkt geht die Bären-These davon aus, dass der freie Cashflow des Unternehmens drastisch zurückgehen wird. Der Verlust der Arzneimittellexklusivität ist für jeden Arzneimittelhersteller unvermeidlich, aber im Fall von Sanofi hat Dupixent durchweg Rekordumsätze erzielt und dem Management die notwendigen Mittel zur Verfügung gestellt, um seine Arzneimittelpipeline wiederzubeleben. Da die Aktien mit einem einstelligen Kurs-Gewinn-Verhältnis gehandelt werden, gehen wir davon aus, dass die Bewertung von Sanofi bereits kaum oder gar keine Fortschritte bei den Aussichten für neue Medikamente berücksichtigt. Tatsächlich hat Sanofi fünf Phase-3-Studienergebnisse, neun Zulassungsanträge und sieben Entscheidungen, die für 2026<sup>2</sup>, wobei jede positive Entwicklung sich deutlich positiv auf die Stimmung der Anleger auswirken könnte.

Das US-amerikanische Unternehmen BMY wird aufgrund der Skepsis der Anleger hinsichtlich der Fähigkeit des Unternehmens, den künftigen Umsatzrückgang bei Eliquis und Opdivo uszugleichen – beide verlieren 2028 ihre Exklusivität –, ebenfalls mit einem einstelligen Kurs-Gewinn-Verhältnis gehandelt. BMY hat bei seiner Pipeline für neue Medikamente konkrete Fortschritte erzielt: Das Wachstumsportfolio macht mittlerweile 56 % des Unternehmensumsatzes

1. Unternehmensunterlagen  
2. Unternehmensunterlagen

## BLICK AUF DAS GLOBALE RESEARCH (FORTS.)

aus, gegenüber 48 % im Vorjahr<sup>3</sup>. Bemerkenswert ist, dass die BMY-Aktie gegenüber dem Niveau vor COVID nahezu unverändert geblieben ist einem Zeitraum, in dem das Unternehmen seinen Umsatz um 84 % gesteigert hat<sup>4</sup>. Dies deutet unserer Meinung nach darauf hin, dass die Anleger einige enttäuschende Ergebnisse von Arzneimittelstudien in den letzten Jahren übermäßig hart bestraft haben. Unserer Ansicht nach ist die aktuelle Bewertung von BMY – unter dem 8-fachen unseres geschätzten normalen Gewinns – so, dass nur ein Teil der vom Management bis 2026 prognostizierten 12 Mrd. USD an Neumedikamentenverkäufen realisiert werden müsste, damit sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Aktie verbessert. In der Zwischenzeit sind wir mit BMY zufrieden, da das Unternehmen über eine starke Bilanz, eine hohe Dividende und zweistellige Free-Cashflow-Rendite – mehr als doppelt so hoch wie die der globalen Pharma industrie<sup>(5)</sup> ist, um die Aktie zu halten.

### SCHNÄPPCHEN-GETRÄNKE

Wir haben unsere Positionen in drei unterschiedlichen globalen Getränkeunternehmen – Ambev, Remy Cointreau und Suntory Beverage & Food – aufgrund von Schwächen, die größtenteils auf einzigartige Gegenwinde zurückzuführen sind, ausgebaut. Die brasilianische Bier Tochtergesellschaft von AB InBev, Ambev, ist ein ausgezeichnetes Franchise-Unternehmen mit einer dominierenden Position auf seinem Heimatmarkt, wo makroökonomische/währungspolitische und politische Schwankungen den Aktienkurs belastet haben.

Trotz des gut dokumentierten Rückgangs des weltweiten Alkoholkonsums wächst Bier als Gesamtkategorie in den Schwellenländern, insbesondere in Südamerika<sup>6</sup>, weiter. Ambev hat sich dem Trend zur Premiumisierung angeschlossen, was sich positiv auf seine Preisgestaltung

auswirkt. Wir gehen davon aus, dass sich das Biervolumen von Ambev mit der Stabilisierung der brasilianischen Wirtschaft wieder erholt wird, während eine Normalisierung des brasilianischen Real gegenüber dem US-Dollar in Verbindung mit den Kostensenkungsmaßnahmen und der Premiumisierungsstrategie des Managements zu einer spürbaren Margenausweitung führen dürfte.

Der französische Spirituosenkonzern Remy Cointreau ist im Gegensatz zu Ambev stärker vom weltweiten Rückgang des Alkoholkonsums betroffen, während unternehmensspezifische Probleme im Zusammenhang mit Cognac sowie Zollbeschränkungen das Unternehmensergebnis beeinträchtigt haben. Cognac, der rund 85 % des Vorsteuergewinns von Remy ausmacht<sup>7</sup>, befindet sich unserer Ansicht nach aufgrund von Gegenwind in seinen beiden wichtigsten Märkten, den USA und China, in einer zyklischen Schwäche phase. In den USA stehen Verbraucher mit niedrigem bis mittlerem Einkommen, die die Kernzielgruppe für Cognac bilden, weiterhin unter Druck. In China hat die allgemeine Konjunkturschwäche in Verbindung mit den Maßnahmen der Regierung zur Korruptionsbekämpfung ebenfalls zu einem Rückgang der Nachfrage geführt. Angesichts des geschätzten normalen Gewinnmultiplikators von 6 für die Aktie interpretiert der Markt diese Probleme unserer Ansicht nach falsch, die unserer Meinung nach nur vorübergehend sind, als strukturell und sieht darin eine attraktive Wertchance.

Schließlich hat Japans zweitgrößter Hersteller alkoholfreier Getränke, Suntory Beverage & Food, mit schwachen Konsumausgaben in Thailand und Vietnam sowie mit Rohstoffkosten zu kämpfen. Inflation und Aufwertung des japanischen Yen. Wir gehen davon aus, dass diese beiden Faktoren, die wir als vorübergehend betrachten, letztendlich nachlassen werden und einen attraktiven Einstiegspunkt für ein Unternehmen bieten, das mit einem einstelligen normalen Gewinnmultiplikator und einer Netto-

3. Unternehmensunterlagen

4. Dez. 2019 – Dez. 2025

5. MSCI AC World Pharmaceuticals

6. Pzena-Analyse

7. Unternehmensangaben

## BLICK AUF DAS GLOBALE RESEARCH (FORTS.)

Cash-Position in seiner Bilanz gehandelt wird – was auf potenziell höhere Kapitalrenditen in der Zukunft hindeutet.

### EINE EINZIGARTIGE CHANCE IM SMALL-CAP-BEREICH

Wir haben unsere Position in Sensata Technologies mit Sitz in Massachusetts weiter ausgebaut, einem führenden Sensorlieferanten, der mehrere Endmärkte bedient.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Sensata hat sich in den letzten Jahren aufgrund einer Reihe von wertvernichtenden M&A-Transaktionen sowie das Fehlen einer klaren Strategie für Elektrofahrzeuge (EV). Während etwas mehr als die Hälfte des Umsatzes von Sensata auf Automobilkunden entfällt, ist der Anteil relativ gering auf Elektrofahrzeuge ausgerichtet. Das neue Managementteam von Sensata hat seinen Fokus angemessen auf das Kerngeschäft beschränkt, in dem das Unternehmen die besten Erfolgsaussichten hat, und sich gleichzeitig stärker auf Produkte für Elektrofahrzeuge konzentriert. Die übrigen rund 45 % des Umsatzes von Sensata entfallen auf Schwerlastfahrzeuge und diversifizierte industrielle Endmärkte, die zwar zyklisch schwächen, aber keine strukturellen Schwächen aufweisen und in der Vergangenheit über den gesamten Zyklus hinweg Margen von über 20 % erzielt haben<sup>8</sup>.

### STÄRKEN

Das Kerngeschäft des koreanischen Technologiekonzerns Samsung mit Speicherchips läuft auf Hochtouren, da die steigende Nachfrage nach seinen DRAM<sup>9</sup>-Halbleitern in Verbindung mit begrenzten Kapazitäten zu einem Preisanstieg geführt hat. Das HBM<sup>10</sup>-Chipgeschäft des Unternehmens – entscheidend für KI – macht ebenfalls weiterhin wichtige Fortschritte, und wir haben unsere Position aufgrund der Stärke reduziert. Wonik IPS, Samsungs wichtigster Lieferant von Halbleiter-Investitionsgütern,

stieg parallel zum Speicherchip-Giganten, und wir haben unsere Position verkauft, als die Aktie sich unserem geschätzten fairen Wert näherte. Aktien des US-amerikanischen Unternehmens TE Connectivity, ein Anbieter von hochtechnologischen Steckverbindern für Rechenzentren, verzeichnet seit dem Frühjahr einen ähnlichen Aufschwung, weshalb wir unseren Anteil aufgrund der Bewertung reduziert haben. Unabhängig vom Thema KI haben sich die Aktien der britischen Lebensmittelketten Tesco und Sainsbury seit Jahresbeginn stark entwickelt, was zum großen Teil auf die solide Umsetzung der Preispolitik durch die jeweiligen Managementteams zurückzuführen ist. Strategien<sup>11</sup>, die erkennbare Marktanteilsgewinne ermöglichten, und somit haben wir beide Positionen aufgrund ihrer Stärke zurückgefahren.

### FAZIT

Trotz der jüngsten Stärke von US-Small-Caps bleibt unsere Small-Cap-Fokus-Value-Strategie das günstigste Portfolio, das wir auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses verwalten, was unserer Meinung nach ein gutes Zeichen für zukünftige Renditen ist. Im Large-Cap-Bereich meiden wir weiterhin große US-Technologieunternehmen, deren Bewertungen bereits optimistische Annahmen hinsichtlich der Nachfrage nach KI widerspiegeln. Stattdessen haben wir in den letzten Jahren unser globales Engagement im Gesundheitswesen deutlich ausgebaut und erweitert, das nun 28 Unternehmen aus den Bereichen Pharma, Versicherungen und medizinische Geräte umfasst.

8. Unternehmensunterlagen, Analyse von Pzena

9. Dynamischer Direktzugriffsspeicher

10. Hochbandbreitenspeicher

## ESG-WERTPOTENZIAL ERSCHLIESSEN

Die Unternehmen auf unserer Opportunity-Liste machen Fortschritte bei der Erreichung unserer festgelegten Engagement-Ziele über unterschiedliche Zeithorizonte hinweg. Wir liefern Beispiele für unsere Engagements aus der Opportunity-Liste mit Unternehmen, die sich bis 2025 auf unterschiedlichen Entwicklungspfaden befinden.

### EINLEITUNG

Wir nutzen das vierte Quartal, um einige der Engagements vorzustellen, die wir im Laufe des Jahres mit Unternehmen auf unserer Opportunity-Liste durchgeführt haben. Die Pzena Opportunity-Liste zielt darauf ab, systematisch Unternehmen in unseren Portfolios zu identifizieren, bei denen finanziell relevante Nachhaltigkeitsprobleme bestehen und ein Engagement einen positiven Einfluss haben könnte. Es ist unser Glaube an die Möglichkeit, Unternehmen durch Engagement zu beeinflussen, der die treibende Kraft hinter der Entwicklung der Pzena Opportunity List ist.

Die Liste selbst ist dynamisch, d. h. wir fügen Unternehmen hinzu und entfernen sie wieder, je nachdem, welche Fortschritte die einzelnen Unternehmen bei der Erreichung der von uns festgelegten Engagement-Ziele machen. Wir bewerten die Zusammensetzung der Opportunity List und die Bewertungen der einzelnen Unternehmen alle sechs Monate in einer Sitzung mit den jeweiligen Investmentanalysten, Portfoliomanagern und dem ESG-Team. können jedoch jederzeit im Laufe des Jahres Unternehmen zur Opportunity List hinzufügen, daraus entfernen oder deren Bewertung ändern.

Die Fortschritte bei der Erreichung der Engagement-Ziele für jedes einzelne Unternehmen verlaufen oft nicht linear und können durchaus in die falsche Richtung gehen, sodass wir unser Engagement verstärken müssen. Unser firmeneigenes Bewertungssystem erweist sich als besonders hilfreich, um die Fortschritte zu verfolgen. Herauf- und Herabstufungen der Ratings liefern einen schnellen Überblick zu einem bestimmten Zeitpunkt, aber auch die Historie der Ratingänderungen zeigt die längerfristige Entwicklung eines Unternehmens in Richtung unserer Engagement-Ziele.

Nachfolgend finden Sie einige Beispiele für die unterschiedlichen Entwicklungen der Unternehmen auf der Opportunity-Liste für 2025.

### NEUEINTRAGUNG IN DIE OPPORTUNITY-LISTE – GLENCORE, GLOBALES METALL- UND BERGBAUUNTERNEHMEN

Bevor wir in Glencore investierten, haben wir uns direkt mit dem CEO, der Geschäftsleitung und dem Nachhaltigkeitsteam in Verbindung gesetzt, um die wichtigsten ESG-Risiken des Unternehmens zu bewerten, darunter Klimawandelrisiken, Menschenrechtsprobleme und Korruption in der Vergangenheit. Als wir uns schließlich für eine Investition entschieden, haben wir Glencore auch mit einer Bewertung von „2“ in die Opportunity-Liste aufgenommen, was unsere Einschätzung widerspiegelt, dass das Management schrittweise Fortschritte bei der Erreichung unserer festgelegten Engagement-Ziele macht und zur Zusammenarbeit bereit war. Unsere beiden Engagementziele konzentrieren sich auf Bereiche, in denen wir noch Verbesserungspotenzial sehen: Klimawandelplanung und operatives Risikomanagement. Wir betrachten die historischen Bestechungs- und Korruptionsvorwürfe als ausreichend hinter Glencore liegend, sodass wir für dieses Thema kein separates Engagementziel benötigen.

Wir erkennen an, dass die Energiewende eine Herausforderung für Glencore darstellt, und möchten weiterhin mögliche Wege zur Dekarbonisierung und die damit verbundenen Kosten diskutieren. Die Dekarbonisierung der Emissionen aus der Verhüttung erfordert langfristige technologische Lösungen, die derzeit nicht kostengünstig sind. Glencore hat sich verpflichtet, seinen Fußabdruck im Bereich der Kraftwerkskohle nicht zu vergrößern; angesichts der starken Nachfrage nach Kraftwerkskohle aus Südostasien gibt es jedoch keinen festen Zeitplan für die Stilllegung von Anlagen. Potenzielle Verbindlichkeiten aus Stilllegungen und Sanierungen von Bergwerken sind daher wichtige Themen, die wir weiterhin beobachten werden.

Unser zweites Engagementziel betrifft das operative Risikomanagement. Wir werden weiterhin Sicherheitsvorfälle, Vorwürfe bezüglich Kinderarbeit und die soziale Akzeptanz der Geschäftstätigkeit von Glencore beobachten. Obwohl Glencore sich aus bestimmten Risikogebieten zurückgezogen hat, kommt es weiterhin zu Betriebsvorfällen, und wir möchten sicherstellen, dass diese Risiken im Laufe der Zeit weiter gemindert werden.

## ESG-WERTPOTENZIAL ERSCHLIESSEN (FORTS.)

### RATING-HERABSTUFUNG – HANKOOK TIRE & TECHNOLOGY, GLOBALE REIFENHERSTELLER

Der Zweck der Opportunity List besteht nicht nur darin, positive Fortschritte im Hinblick auf unsere Engagement-Ziele zu verfolgen, sondern auch Unternehmen zu identifizieren, die sich nicht in die von uns erwartete Richtung bewegen. In diesen Fällen müssen wir möglicherweise unser Engagement verstärken und das Unternehmen auf unserer proprietären Bewertungsskala herabstufen.

Hankook ist ein Beispiel für einen solchen Fall. Wir haben das Unternehmen ursprünglich mit dem Ziel, uns für eine transparente Kapitalverwendung einzusetzen, in die Opportunity List aufgenommen. Zuteilung, die die Interessen von Minderheitsaktionären schützt.

Dies war angesichts der Korruptionsvorwürfe gegen das Unternehmen, die in unserem Stewardship-Bericht 2024 hervorgehoben wurden, besonders wichtig.

Unser jüngstes Engagement konzentrierte sich auf die Akquisitionsstrategie von Hankook und die Auswirkungen auf Minderheitsaktionäre. Wir haben Hankook nach der Übernahme von Hanon Systems, die wir als problematische und potenziell konfliktreiche Transaktion betrachten, auf die Bewertung „1“ herabgestuft. Wir glauben nicht, dass es im Interesse der langfristigen Aktionäre liegt, dass Hankook einen so hohen Preis für ein Unternehmen gezahlt hat, das strategisch nicht mit dem übrigen Geschäft von Hankook übereinstimmt. Die Herabstufung des Ratings spiegelt diese Bedenken wider, und wir beabsichtigen, uns für eine höhere Dividendenausschüttung einzusetzen, um die Aktionäre für die nachteiligen Vertragsbedingungen zu entschädigen. Möglicherweise werden wir unsere Engagement-Aktivitäten vor der Hauptversammlung im nächsten Jahr auch noch verstärken.

### ENTFERNUNG AUS DER OPPORTUNITY-LISTE – WELLS FARGO, US BANK

Wells Fargo wurde vor einigen Jahren aufgrund erheblicher historischer Versäumnisse im Bereich der Unternehmensführung, die 2018 zu einer von der Aufsichtsbehörde verhängten Strafmaßnahme in Form einer Obergrenze für Vermögenswerte führten, in die Opportunity-Liste aufgenommen. Zu diesen Problemen gehörte ein viel beachteter Skandal um Fehlverhalten, bei dem Millionen von nicht autorisierten Kundenkonten eröffnet wurden. Unsere Engagementziele konzentrierten sich auf regulatorische Abhilfemaßnahmen und die Angleichung der Anreize für die Geschäftsleitung mit dem Ziel, die Obergrenze für Vermögenswerte aufzuheben.

Im Rahmen unseres Engagements diskutierten wir die laufende Überprüfung durch Dritte und die Fortschritte bei der Umsetzung der Vergleichsvereinbarungen, einschließlich der Vermögensbeschränkung. Die Vermögensbeschränkung wurde schließlich im Juni 2025 aufgehoben, woraufhin wir Wells Fargo aus der Opportunity List entfernten. Dieser Schritt war ein klares Signal dafür, dass die früheren Governance-Probleme im Wesentlichen ausgeräumt worden waren. Auch wenn die Fortschritte der Unternehmen auf der Opportunity List unterschiedliche Formen annehmen können, hing unsere Entscheidung, Wells Fargo von der Liste zu streichen, von der Erreichung dieses klaren, externen Meilensteins ab.

Wir beobachten die Unternehmensführung von Wells Fargo weiterhin, wie wir es bei allen Unternehmen tun, in die wir investiert sind. Bei unserem letzten Engagement nach der Streichung von der Opportunity-Liste haben wir die kürzlich erfolgte Neubesetzung des Governance-Ausschusses und die Geschäftsaussichten erörtert.

## POSITION IM FOKUS: DAIKIN INDUSTRIES

**Hohe Investitionen in den USA, eine unglückliche Umstellung auf neue Kältemittel und eine zyklische Schwäche haben die Margen und Renditen von Daikin unter Druck gesetzt. Da diese Gegenwinde nachlassen, sehen wir einen klaren Weg zur Normalisierung der Rentabilität.**

Daikin Industries mit Hauptsitz in Japan ist der weltweit größte Hersteller<sup>1</sup> von Heizungs-, Lüftungs- und Klimaanlagen (HVAC) und bedient Privat- und Gewerbekunden in mehr als 170 Ländern. In den letzten Jahren hat sich die Kapitaleffizienz zurückgegangen, da das Unternehmen stark investiert hat, um den Ausbau seiner Produktions- und Vertriebspräsenz in den USA vorantreiben, während Fehler bei der Umstellung der Umstellung auf neue Kältemittel in den USA zu vorübergehenden Marktanteilsverlusten führten. Diese unternehmensspezifischen Herausforderungen fielen mit einer zyklischen Schwäche in wichtigen Regionen zusammen. Mit dem 9,0-fachen unserer normalen Gewinnsschätzung spiegeln die Aktien eher Erwartungen wider, die mit einer strukturellen Wertminderung vereinbar sind, als mit Daikins Position als globaler Technologieführer, der zu langfristigem profitablem Wachstum fähig ist.

### GESCHÄFTS- UND BRANCHENDYNAMIK

Der globale HVAC-Markt erwirtschaftet etwa 275 Milliarden US-Dollar Jahresumsatz und wird auf der Produktionsebene von einer kleinen Gruppe großer, etablierter Mehrmarkenunternehmen konsolidiert, darunter Daikin, Carrier Global, Trane Technologies und andere führende asiatische Hersteller. Während der Vertrieb und die Installation fragmentiert bleibt, und die HVAC-Herstellung sich aufgrund strenger, regionsspezifischer Vorschriften und der Notwendigkeit einer lokalisierter Fertigung zur Steuerung von Kosten und Vorlaufzeiten mit erheblichen Markteintrittsbarrieren konfrontiert sieht.

Innerhalb dieser Struktur unterscheiden sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den einzelnen Endmärkten erheblich. Der Bereich HLK für Wohngebäude macht etwa 40 % der weltweiten Nachfrage aus, wobei die Hersteller den größten Teil ihres Gewinns am Ort der Installation der Anlagen erzielen. Installation und Wartung werden von Drittanbietern übernommen. Nicht-Wohnungsbau-HLK macht die restlichen 60 % der Nachfrage aus<sup>2</sup>. Dieses Segment umfasst leichte gewerbliche Systeme mit ähnlichen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den Verkauf von Ausrüstung sowie großtechnische gewerbliche, Rechenzentrums- und industrielle Anwendungen, bei denen die Hersteller häufig Wartungsbeziehungen pflegen und den Großteil ihres

	Gewinn pro Aktie			Kurs-Gewinn-Verhältnis			
	Preis	GJ 26E	GJ 27E	Normal*	Ges- schäfts- jahr 26E	Ges- schäfts- jahr 27E	Normal*
Daikin Industries, Ltd.	¥20,080	¥959	¥1,050	¥2,227	20.9x	19.1x	9.0x

Geschäftsjahrende 31. März.

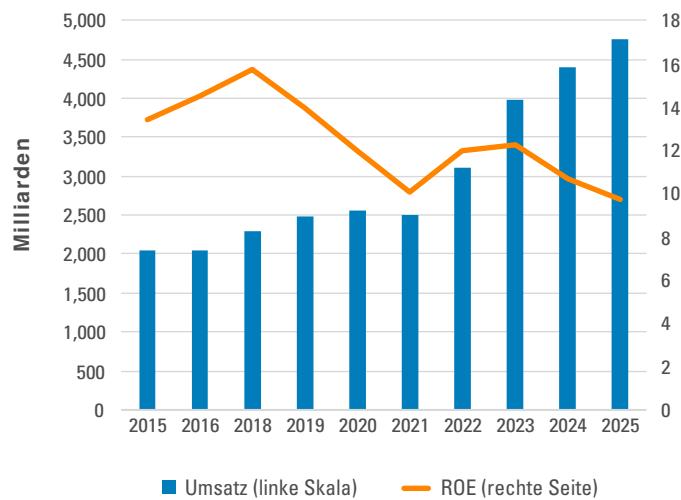
\*Pzena-Schätzung des normalen Gewinns. Quelle: S&P Capital IQ, Pzena-Analyse Daten zum 31. Dezember 2025.

Gewinns durch Aftermarket- und Serviceeinnahmen erzielen.

### INVESTITIONEN IN DEN USA: KURZFRISTIGE SCHWIERIGKEITEN, LANGFRISTIGE GEWINNE

In den letzten zehn Jahren ist der Umsatz von Daikin stetig gewachsen, mit nur einer kurzen Unterbrechung aufgrund von COVID. Seit Mitte 2023 hat die Aktie des Unternehmens jedoch hinter dem Gesamtmarkt zurückgeblieben, was zum Teil auf einen anhaltenden Rückgang der Eigenkapitalrendite zurückzuführen ist (siehe Abbildung 1).

**Abbildung 1: Umsatz vs. ROE**



Quelle: Unternehmensangaben

Dieses Muster des Umsatzwachstums bei gleichzeitig sinkenden Renditen spiegelt die langfristigen Bemühungen von Daikin wider, eine wettbewerbsfähige Plattform in den USA aufzubauen. Die USA sind der wichtigste

1. Nach Umsatz

2. Quelle: Grand View Research

## POSITION IM FOKUS: DAIKIN INDUSTRIES (FORTS.)

Gewinnpool im globalen HLK-Markt – und der größte Einzelmarkt für Daikin –, aber den US-Aktivitäten des Unternehmens fehlte in der Vergangenheit der Grad an vertikaler Integration, den das Management für notwendig hielt, um attraktive Renditen zu erzielen. Frühere Akquisitionen, darunter McQuay und Goodman, schufen die Grundlage im Bereich der gewerblichen und privaten Klimatechnik, schafften es jedoch nicht, ein optimiertes Betriebsmodell zu entwickeln, sodass die Margen in den USA deutlich unter dem Niveau der Mitbewerber blieben.

In den letzten Jahren hat das Management erhebliche Investitionen getätigt, um diese Lücke zu schließen. Dazu wurden die Produktionskapazitäten in den USA ausgebaut, wichtige Komponenten internalisiert und die Vertriebs-, Service- und Support-Infrastruktur gestärkt. Im Bereich der HLK-Anlagen für Wohngebäude haben diese Investitionen die Kostenposition, die Produktverfügbarkeit und das Produktmix verbessert, einschließlich einer stärkeren Durchdringung mit inverterbasierten Systemen, die energieeffizienter sind und höhere Margen erzielen. Im Bereich der Nichtwohnraum-HLK haben die Investitionen zu einer Erweiterung der Servicekapazitäten und einer stärkeren Durchdringung des Aftermarket-Bereichs geführt. Da der Großteil dieser Investitionen nun abgeschlossen ist, dürfte die Rentabilität zunehmend von einem günstigen Produktmix und einer positiven operativen Hebelwirkung profitieren.

### ÜBERGANG ZU NEUEN KÄLTEMITTELN: EIN TIMING-FEHLER

Zu dem Investitionszyklus in den USA kam noch ein Fehler bei der Umsetzung der vorgeschriebenen Umstellung auf neue Kältemittel hinzu. Kältemittel sind Chemikalien, die durch Absorption und Abgabe von Wärme die Klimatisierung ermöglichen. Ältere HLK-Systeme basierten auf Kältemitteln, die aufgrund ihrer höheren Umweltbelastung von den Regulierungsbehörden ins Visier genommen wurden. Im Rahmen der Klimapolitik der US-Bundesregierung mussten die Hersteller die Verwendung dieser Kältemittel einstellen. Die Produktion von Systemen, die diese alten Kältemittel verwenden, wird ab Januar 2025 eingestellt, der Verkauf und die Installation sind ab Januar 2026 verboten<sup>3</sup>.

Daikin hat diese Veränderung vorausgesehen und früher als die meisten Mitbewerber damit begonnen, die Produktion älterer Systeme einzustellen und auf Alternativen der nächsten Generation umzustellen.

Allerdings bevorzugten Händler und Auftragnehmer aufgrund der geringeren Kosten und der Vertrautheit der Installateure die alten Systeme und legten vor der Einstellung der Produktion Lagerbestände an. Infolgedessen verfügte Daikin während der Umstellung nicht über ausreichende Lagerbestände der alten Systeme, was zu vorübergehenden Marktanteilsverlusten führte, da die Wettbewerber eine bessere Verfügbarkeit aufrechterhalten konnten. Nach Abschluss der Umstellung hat Daikin aggressive Maßnahmen in Bezug auf die Preisgestaltung und die Wiederaufnahme der Vertriebskanäle ergriffen und seinen Marktanteil im US-Wohnungsbau wieder auf das Niveau vor der Umstellung zurückgeführt.

### ZYKLISCHE SCHWÄCHE ÜBERDECKT FORTSCHRITTE

Die unternehmensspezifischen Herausforderungen von Daikin, die sich allmählich abschwächen, fielen mit einer zyklischen Schwäche in wichtigen Endmärkten zusammen, wodurch die zugrunde liegenden Fortschritte verdeckt und die kurzfristigen Ergebnisse belastet wurden. In den USA haben höhere Zinssätze die Nachfrage nach Ersatzgeräten für Privathaushalte gedämpft, wobei sich dieser Rückgang durch die vorgezogene Nachfrage im Vorfeld der Umstellung auf neue Kältemittel noch verstärkte. Zölle und eine allgemeine Kosteninflation haben die Preise und Margen zusätzlich unter Druck gesetzt. In Europa, wo Daikin stark im Bereich Wärmepumpen engagiert ist, hat sich die Nachfrage nach einem rasanten Wachstum abgekühlt, da die Förderprogramme angepasst wurden und hohe Strompreise den Betrieb von Wärmepumpen teurer machten als den von Gassystemen. In China belastet der anhaltende Abschwung auf dem Immobilienmarkt weiterhin sowohl die Nachfrage im Wohn- als auch im Gewerbebereich.

Diese Belastungen sind eher zyklischer als struktureller Natur. Die Nachfrage nach dem Austausch von HLK-Anlagen kann aufgeschoben werden, da Kunden sich dafür entscheiden, bestehende Anlagen zu reparieren, anstatt sie komplett zu ersetzen, aber sie kann auf unbestimmte Zeit vermieden werden, da die installierte Basis alt und die Klimatisierung unverzichtbar ist. Wenn sich die Zinssätze, Lagerbestände und politischen Verzerrungen normalisieren, sollte sich die Ersatzbeschaffungsaktivität erhöhen. In diesem Umfeld sollten sich die Vorteile der Investitionen von Daikin in den USA und die Stabilisierung nach der Umstellung zunehmend in den ausgewiesenen Ergebnissen niederschlagen.

3. Quelle: US-Umweltschutzbehörde, Technologieübergangsprogramm im Rahmen des American Innovation and Manufacturing (AIM) Act.

## POSITION IM FOKUS: DAIKIN INDUSTRIES (FORTS.)

### EINGEBETTETE OPTIONALITÄT

Obwohl dies für unsere These nicht von zentraler Bedeutung ist, bietet Daikin in mehreren langfristigen Wachstumsthemen ein bedeutendes zusätzliches Aufwärtspotenzial. Die Schwellenländer machen heute etwa ein Viertel des Umsatzes von Daikin aus, wobei das langfristige Wachstum durch steigende Einkommen, Urbanisierung und eine zunehmende Nachfrage nach Kühlsystemen gestützt wird. Indien ist ein deutliches Beispiel für diese Chance: Es macht etwa 4 % des weltweiten Umsatzes von Daikin aus und hat trotz dieses Wachstums ist die Marktdurchdringung nach wie vor gering, und Daikins führender Marktanteil in Indien bietet eine starke Plattform, um von der zunehmenden Verbreitung im Laufe der Zeit zu profitieren.

Eine zweite Quelle für Wachstumspotenzial sind fortschrittliche Kühlösungen für Rechenzentren und andere Anwendungen mit hoher Intensität. Das Wachstum in den Bereichen künstliche Intelligenz und Cloud Computing treibt die Nachfrage nach groß angelegten, speziell entwickelten Kühlsystemen an. Obwohl dieser Bereich noch einen geringen Anteil am Umsatz ausmacht, ist er der am schnellsten wachsende Endmarkt von Daikin und weist strukturell höhere Margen, was gut zu den Stärken des Unternehmens im Bereich integrierter Kühlsystemlösungen auf Systemebene passt.

Schließlich unterstützen weltweit strengere Energieeffizienzstandards und Dekarbonisierungsmaßnahmen längerfristige Austausch- und Modernisierungszyklen. Daikin ist für diesen Wandel besonders gut positioniert, da es eine führende Rolle im Bereich der inverterbasierten Klimatechnik einnimmt, die den Energieverbrauch erheblich senkt und seit Jahrzehnten einen Schwerpunkt der Forschungs- und Entwicklungsarbeit des Unternehmens bildet.

### FAZIT

Daikin hat eine Phase hoher Investitionen, regulatorischer Umbrüche und konjunktureller Schwäche hinter sich und verfügt nun über eine stärkere Plattform, die verbesserte Margen und Renditen ermöglicht. Mit der Abschwächung der Kapitalintensität dürfte sich das Gewinnwachstum zunehmend in einem höheren freien Cashflow niederschlagen, was die Netto-Cash-Bilanz des Unternehmens verbessert und im Laufe der Zeit zu einer Steigerung der Aktionärsrenditen führt. Trotz dieser sich verbessernden Rahmenbedingungen deutet die Bewertung von Daikin weiterhin auf strukturelle wirtschaftliche Schwächen hin, insbesondere im Vergleich zu globalen HVAC-Konkurrenten, die mit deutlich höheren Multiplikatoren gehandelt werden (siehe Abbildung 2). Für den weltweit größten HVAC-Hersteller mit klaren Größenvorteilen, technologischer Führungsposition und einem Weg zu normalisierte Rentabilität stellt diese Diskrepanz eine attraktive Gelegenheit für langfristige Anleger dar.

**Abbildung 2: Globale HVAC-Bewertungsvergleiche**

	EV / TTM Umsatz	EV / Forward EBITDA*
<b>Trane Technologies</b>	4,3	19,3
<b>Johnson Controls</b>	3,6	18,5
<b>Lennox International</b>	3,4x	15,1
<b>Carrier Global</b>	2,5	11,9
<b>Mitsubishi Electric</b>	1,6-fach	11,8x
<b>Durchschnitt der Vergleichsunternehmen</b>	3,1x	15,3
<b>Daikin Industries</b>	1,3	8,2

Quelle: S&P Capital IQ

\*Forward-EBITDA basierend auf Konsensschätzungen für die nächsten zwölf Monate.

## Pzena-Anlagestrategien

	UNGEFÄHRE ZAHL DER POSITIONEN	ANLAGEUNIVERSUM	TYPISCHE KUNDENBENCHMARKS	AUFLEGUNG DER STRATEGIE	SEITE.
<b>GLOBALE/NICHT-US-AKTIENSTRATEGIEN</b>					
<b>Global Value</b>	60	2.000 größte Unternehmen weltweit	MSCI World <sup>1</sup>	1/2010	14
<b>Global Focused Value</b>	40	2.000 größte Unternehmen weltweit	MSCI ACWI	1/2004	15
<b>International Value</b>	60	1.500 Größte Nicht-US-Unternehmen	MSCI EAFE <sup>1</sup>	11/2008	16
<b>International Focused Value</b>	30	1.500 Größte Nicht-US-Unternehmen	MSCI ACWI ex USA	1/2004	17
<b>International Small Cap Focused Value</b>	40 - 70	MSCI World ex USA Small Cap	MSCI World ex USA Small Cap	10/2016	18
<b>Emerging Markets Focused Value</b>	40	1.500 größte Unternehmen in nicht entwickelten Märkten	MSCI Emerging Markets	1/2008	19
<b>European Focused Value</b>	40	750 größte europäische Unternehmen	MSCI Europe	8/2008	20
<b>Japan Focused Value</b>	25	750 größte japanische Unternehmen	TOPIX	7/2015	21
<b>US-AKTIENSTRATEGIEN</b>					
<b>Large Cap Value</b>	50	500 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value <sup>®</sup>	7/2012	2
<b>Large Cap Focused Value</b>	30 - 40	500 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value <sup>®</sup>	10/2000	23
<b>Focused Value</b>	30	1.000 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value <sup>®</sup>	1/1996	24
<b>Mid Cap Focused Value</b>	30	1.000 US-Unternehmen (Rang 201 – 1200)	Russell Mid Cap Value <sup>®</sup>	9/1998	25
<b>Small Cap Focused Value</b>	40	2.000 US-Unternehmen (Rang 1001 – 3000)	Russell 2000 Value <sup>®</sup>	1/1996	26
<b>KREDITSTRATEGIE</b>					
<b>Focused Credit Opportunities</b>	30-60 <sup>2</sup>	Hochverzinsliche Anleihen und Leveraged Loans	N/A	7/2022	27

Alle unsere Strategien folgen dem gleichen Wertinvestitionsprozess und der gleichen Philosophie; der Hauptunterschied liegt im für die Investition in Betracht gezogenen Universum.

1. MSCI ACWI und MSCI ACWI ex-USA-Versionen sind ebenfalls verfügbar.

2. Unser Credit Opportunities-Portfolio umfasst derzeit 30 bis 60 Positionen, kann jedoch je nach Größe des Portfolios auch mehr Positionen enthalten.

## PORTFOLIO-STRATEGIEN

### PZENA GLOBAL VALUE

Die globalen Aktienmärkte verzeichneten erneut ein starkes Quartal, wobei China angesichts der anhaltenden geopolitischen Spannungen den deutlichsten Schwachpunkt darstellte. Unsere globale Value-Strategie übertraf sowohl ihren MSCI World-Benchmark als auch die Value-Serie.

Die Sektoren Informationstechnologie und Finanzen führten die Gewinne an, wobei der koreanische Technologiekonzern Samsung Electronics den größten Einzelbeitrag leistete. Die Erholung im Kerngeschäft von Samsung mit dynamischen Direktzugriffsspeichern (DRAM) setzte sich entsprechend unserer These fort, neben den ermutigenden Entwicklungen bei den Aussichten für High Bandwidth Memory (HBM). Die Selbsthilfeinitiativen des Discounters Dollar General gewannen an Fahrt, da Kunden aus dem höheren Preissegment weiterhin von Lebensmittel- und Apothekenkanälen abwanderten. Der europäische

Stahlhersteller ArcelorMittal profitierte vom Optimismus hinsichtlich der Einführung eines europäischen CO<sub>2</sub>-Grenzausgleichssystems (CBAM), das die Rentabilität steigern dürfte.

Die Sektoren Immobilien und zyklische Konsumgüter beeinträchtigten beide die absolute Performance. Das Medizinprodukteunternehmen Baxter hat weiterhin mit Problemen zu kämpfen, die auf die Zerstörungen durch den Hurrikan Helene, Produktrückrufe und schlechte Managemententscheidungen zurückzuführen sind und die unserer Meinung nach nun der Vergangenheit angehören. Der Anbieter von Hochfrequenzkomponenten Skyworks verzeichnete Kursverluste aufgrund schwächerer Prognosen vor dem Hintergrund von Bedenken hinsichtlich der Nachfrage im Mobilfunkbereich und der Kundenkonzentration, während das chinesische Unternehmen Alibaba trotz der anhaltenden Dynamik seines Cloud-Geschäfts einige Gewinne wieder abgab.

Wir haben eine Position in Accenture aufgebaut, einem hochwertigen IT-Dienstleistungsunternehmen, das aufgrund der Befürchtungen der Anleger hinsichtlich der Disruption durch künstliche Intelligenz und einer zyklischen Abschwächung der IT-Ausgaben von Unternehmen – beides unserer Meinung nach übertrieben – nahe dem unteren Ende seiner historischen Bewertungsspanne gehandelt wird. Wir haben außerdem den führenden Farben- und Lacklieferanten PPG zu einem stark reduzierten Preis Bewertung aufgrund von Bedenken hinsichtlich des im Vergleich

zu Konkurrenten verhaltenen organischen Wachstums, das sich unserer Einschätzung nach im Laufe der Zeit verbessern dürfte, wenn sich die wichtigen Endmärkte von dem zyklischen Druck erholen. Zuletzt haben wir das japanische Unternehmen Daikin hinzugefügt, das in diesem

Quartal unser Highlighted Holding ist. Unsere Portfolios verlagern sich weiterhin schrittweise weg von zyklischen Werten hin zu Gesundheitswesen. ■

### PERFORMANCEÜBERBLICK

Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Aufliegung 1.1.10
Pzena Global Value Composite – Brutto	6.8%	25.0%	25.0%	17.0%	12.3%	10.5%	9.6%
Pzena Global Value Composite – Netto	6.6%	24.3%	24.3%	16.4%	11.7%	9.9%	9.0%
MSCI World Index	3.1%	21.1%	21.1%	21.2%	12.1%	12.2%	10.7%
MSCI World Value Index	3.3%	20.8%	20.8%	14.5%	11.3%	9.2%	8.3%

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

### 10 GRÖSSTE POSITIONEN

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

Baxter International Inc.	2,9
Daimler Truck Holding AG	2,8
Samsung Electronics	2,7
BASFSE	2,7
Magna International	2,5
Capital One Financial Corp	2,4
Enel	2,4
Bristol-Myers Squibb	2,3
Citigroup Inc.	2,2
Reckitt Benckiser Group	2,2
Gesamt	25,1

### PORTFOLIOMERKMALE

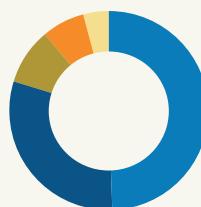
	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn <sup>1</sup>	8,8	15,1 *
KGV (Prognose über 1 Jahr)	12,7	21,9
KBV	1,5	3,9
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	30,0	25,9
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	133,1	940,1
Aktiver Anteil	93,2	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16,3	14,3
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	62	1.320

Quelle: MSCI World Index, Analyse von Pzena

\* Median des globalen Universums;

<sup>1</sup> Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

### REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Nordamerika	49	75
Europa ohne Großbritannien	30	13
Schwellenländer	9	0
Vereinigtes Königreich	7	4
Japan	4	5
Entwicklungsländer Asiens ohne Japan	0	1
Australien/Neuseeland	0	2

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

### SEKTORGEWICHTUNGEN



Strategie Index

Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

# PZENA GLOBAL FOCUSED VALUE

Die globalen Aktienmärkte verzeichneten ein weiteres starkes Quartal, wobei China aufgrund der anhaltenden geopolitischen Spannungen die deutlichste Schwachstelle darstellte. Unsere Global Focused Value-Strategie übertraf sowohl ihren MSCI AC World-Benchmark als auch den Value-Index.

Der Finanzsektor war der Spitzenechter, wobei der koreanische Technologiekonzern Samsung Electronics den größten Einzelbeitrag leistete. Die Erholung im Kerngeschäft von Samsung mit dynamischen Direktzugriffsspeichern (DRAM) setzte sich entsprechend unserer These fort, ebenso wie die vielversprechenden Entwicklungen im Bereich der Hochbandbreitenspeicher (HBM). Die Selbsthilfeinitiativen des Discounters Dollar General gewannen an Bedeutung, da Kunden aus dem höheren Preissegment weiterhin von Lebensmittel- und Apothekenkanälen zu günstigeren Anbietern wechselten.

Der europäische Stahlhersteller ArcelorMittal profitierte vom Optimismus hinsichtlich der Einführung eines europäischen CO<sub>2</sub>-Grenzausgleichssystems (CBAM), das die Rentabilität steigern dürfte.

Der Sektor für zyklische Konsumgüter beeinträchtigte die absolute Performance am stärksten. Das Medizinprodukteunternehmen Baxter hat weiterhin mit Problemen zu kämpfen, die auf den Hurrikan Helene, Produktrückrufen und schlechten Managemententscheidungen zu kämpfen, die unserer Meinung nach nun der Vergangenheit angehören. Das chinesische Unternehmen Alibaba gab trotz der anhaltenden Dynamik in seinem Cloud-Geschäft einige Gewinne wieder ab, während der Anbieter von Hochfrequenzkomponenten Skyworks aufgrund schwächerer Prognosen und Bedenken hinsichtlich der Mobilfunknachfrage und der Kundenkonzentration an Wert verlor.

Wir haben eine Position im führenden Farben- und Lacklieferanten PPG zu einer starkdiskontierten Bewertung aufgebaut, da wir Bedenken hinsichtlich des im Vergleich zu den Mitbewerbern verhaltenen organischen Wachstums haben, das sich unserer Einschätzung nach im Laufe der Zeit verbessern wird, wenn sich die wichtigsten Endmärkte von dem zyklischen Druck erholen. Wir haben außerdem das japanische Unternehmen Daikin hinzugefügt, das in diesem Quartal unser Highlighted Holding ist. Wir haben unsere bestehenden Positionen in Amdocs, Ambev

und MetLife aufgrund schwacher Aktienkurse aufgestockt und diese Käufe durch Reduzierungen bei Samsung, ArcelorMittal und Barclays nach erheblichen Kursgewinnen finanziert. Unsere Portfolios verlagern sich weiterhin allmählich weg von zyklischen

Werten hin zu Gesundheitswesen und führenden Industriewerten. ■

## PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Aufliegung 1.1.04
Pzena Global Focused Value Composite – Brutto	5,9	25,3	25,3	17,1	12,3	10,4	7,3
Pzena Global Focused Value Composite – Netto	5,7	24,4	24,4	16,2 %	11,5 %	9,6	6,4
MSCI All Country World Index	3,3	22,3	22,3	20,7	11,2	11,7	8,6
MSCI All Country World Value Index	3,7	22,0	22,0	14,7	10,8	9,1	7,1

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

## 10 GRÖSSTE

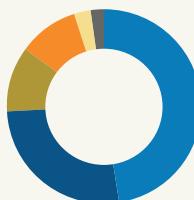
Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

	Strategie	Index
Dollar General Corporation	3,4	
Baxter International Inc.	3,0	
CVS Health Corporation	2,9	
Daimler Truck Holding AG	2,7	
Magna International Inc.	2,6	
Cognizant Tech A	2,6	
Reckitt Benckiser Group plc	2,6	
Capital One Financial	2,5	
Citigroup Inc.	2,5	
Ambev	2,5	
Gesamt	27,3	

## PORTFOLIOMERKMALE

Quelle: MSCI ACWI Index, Analyse von Pzena  
\* Median des globalen Universums;  
<sup>1</sup>Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

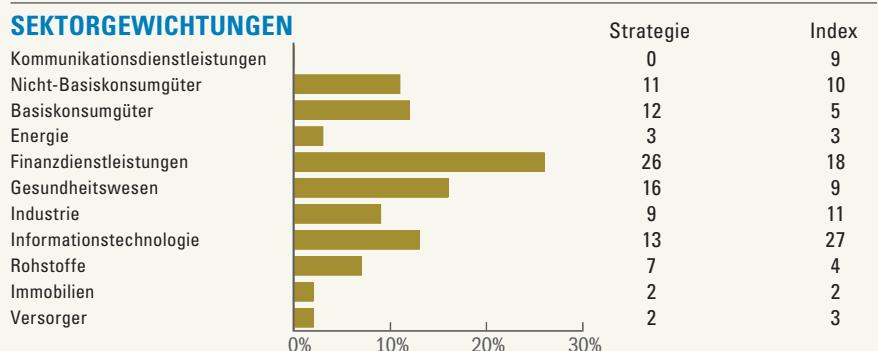
## REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Nordamerika	48	67
Europa ohne Großbritannien	27	11
Schwellenländer	11	11
Vereinigtes Königreich	10	3
Japan	3	5
Entwicklungsländer Asiens ohne Japan	2	1
Australien/Neuseeland	0	1

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

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

## PORTFOLIO-STRATEGIEN

# PZENA INTERNATIONAL VALUE

Die Aktienmärkte außerhalb der USA setzten ihren Aufwärtstrend im vierten Quartal fort, da die Zollsorgen nachließen und die Risikobereitschaft der Anleger stieg. Unsere IV-Strategie übertraf im Quartal die allgemeine Marktbenchmark.

Der Finanzsektor führte in diesem Quartal die Rangliste an, wobei der koreanische Technologiekonzern Samsung Electronics den größten Einzelbeitrag leistete. Die Erholung im Kerngeschäft von Samsung mit dynamischen Arbeitsspeichern (DRAM) setzte sich auch im vierten Quartal fort, parallel zu ermutigenden Entwicklungen bei den Aussichten für Hochbandbreitenspeicher (HBM).

Der europäische Stahlhersteller ArcelorMittal profitierte vom Optimismus im Zusammenhang mit der Einführung eines europäischen CO<sub>2</sub>-Grenzausgleichssystems Mechanismus (CBAM) erwarteten, der die Rentabilität steigern dürfte, während der Schweizer Pharmareiese Roche von mehreren positiven Arzneimittelstudien im Quartal profitierte.

Nach Sektoren betrachtet beeinträchtigte nur der Immobiliensektor die absolute Performance erheblich, und das chinesische Unternehmen Alibaba gab trotz der anhaltenden Dynamik in seinem Cloud-Geschäft und der Stabilisierung seines Marktanteils in seinem Kerngeschäft E-Commerce einige Gewinne wieder ab. Die Aktien des Casino-Betreibers aus Macau Galaxy Entertainment gaben nach, da der Optimismus hinsichtlich einer erwarteten makroökonomischen Erholung in China nachließ, während die Aktien des französischen Reifenherstellers Michelin im Oktober nachgaben, nachdem das Unternehmen eine deutliche Senkung seiner Prognosen bekannt gegeben hatte, die zum Teil auf den durch Zölle verursachten Margendruck zurückzuführen war.

Galaxy Entertainment gaben nach, da der Optimismus hinsichtlich einer erwarteten makroökonomischen Erholung in China nachließ, während die Aktien des französischen Reifenherstellers Michelin im Oktober nach einer deutlichen Prognosesenkung des Unternehmens, die teilweise auf den durch Zölle verursachten Margendruck zurückzuführen war,

Im Laufe des Quartals nahmen wir das japanische Unternehmen Kubota, einen globalen Hersteller von Land- und Baumaschinen, der mit einer kurzfristigen Nachfrageschwäche in den USA und Unsicherheiten hinsichtlich der Zölle konfrontiert ist, in unser Portfolio auf. Außerdem haben wir Positionen in der globalen Werbeagentur Publicis und dem IT-Dienstleister Accenture aufgebaut, die aufgrund von makroökonomischen Faktoren und Befürchtungen hinsichtlich der Auswirkungen der KI schwächelten, die unserer Meinung nach übertrieben

sind. Wir haben das brasilianische Unternehmen Vale, den weltweit größten Eisenerzproduzenten, aufgrund von Überkapazitäten und Befürchtungen hinsichtlich einer Nachfragespitze in China in unser Portfolio aufgenommen.

Das volatile makroökonomische

Umfeld und die Unsicherheit über die Entwicklung der KI halten den Markt weiterhin in Atem und schaffen Chancen für langfristige Wertinvestoren. Wir sind weiterhin begeistert von den attraktiven Bewertungen der Unternehmen im Verhältnis zu ihren Fundamentaldaten. ■

## PERFORMANCEÜBERBLICK

Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Aufliegung 11.1.08
Pzena International Value Composite – Brutto	7,2	38,1	38,1	20,6	12,8	9,9	10,4
Pzena International Value Composite – Netto	7,1	37,3	37,3	19,9	12,2	9,3	9,8
MSCI EAFE Index	4,9	31,2%	31,2	17,2	8,9	8,2	8,0
MSCI EAFE Value Index	7,8	42,2	42,2	21,4	13,4	8,7	7,8

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

## 10 GRÖSSTE

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

Reckitt Benckiser Group plc	2,7
ING GROEP NV	2,6
Daimler Truck Holding AG	2,6
Bank of Ireland Group	2,5
Daikin Industries	2,5
Michelin SA	2,5
Samsung Electronics Co.	2,4
HSBC Holdings	2,4
UBS Group	2,4
Sanofi	2,4
Gesamt	25,0

## PORTFOLIOMERKMALE

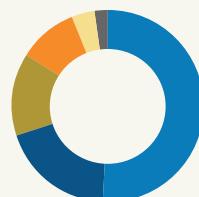
	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn <sup>1</sup>	8,9	16 *
KGV(Prognose über 1 Jahr)	12,8	16,7
KBV	1,4	2,2
Median d. Marktkap.(in Mrd. USD)	28,5	19,1
Gew. durchschn. Marktkap.(in Mrd. USD)	70,5	105,6
Aktiver Anteil	88,5	-
Standardabweichung (5 Jahre)	15,4	14,2
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	62	693

Quelle: MSCI EAFE Index, Analyse von Pzena

\* Median des EAFE-Universums;

<sup>1</sup>Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

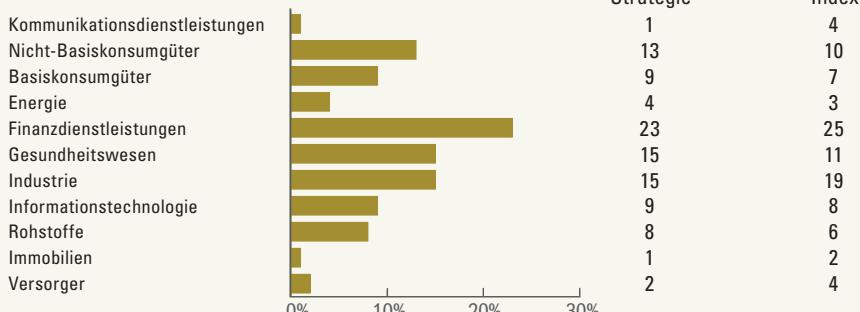
## REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europa ohne Großbritannien	51	52
Japan	19	22
Vereinigtes Königreich	14	15
Schwellenländer	10	0
Nordamerika	4	0
Entwicklungslander Asiens ohne Japan	2	4
Australien/Neuseeland	0	7
Entwicklungslander Afrika/Naher Osten	0	1

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

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

## PORTFOLIO-STRATEGIEN

# PZENA INTERNATIONAL FOCUSED VALUE

Die Aktienmärkte außerhalb der USA setzten ihren Aufwärtstrend im vierten Quartal fort, da nachlassende Zollsorgen die Risikobereitschaft der Anleger stützten. Unsere internationale fokussierte Wertstrategie übertraf im Quartal die allgemeine Marktbenchmark.

Der Finanzsektor führte in diesem Quartal die Entwicklung an, wobei der koreanische Technologiekonzern Samsung Electronics den größten Einzelbeitrag leistete. Die Erholung des Kerngeschäfts von Samsung im Bereich dynamischer Speicher (DRAM) setzte sich auch im vierten Quartal fort, ebenso wie die erfreulichen Entwicklungen im Bereich der Hochbandbreitenspeicher (HBM) Aussichten. Der europäische Stahlhersteller ArcelorMittal profitierte vom Optimismus hinsichtlich der Einführung eines europäischen CO2-Grenzausgleichssystems (CBAM), das die Rentabilität steigern dürfte, während das deutsche Pharma- und Pflanzenschutzunternehmen Bayer aufgrund positiver Nachrichtenlage rund um seinen Roundup (Glyphosat)-Rechtsstreit zu.

Der Sektor zyklische Konsumgüter war der Sektor mit dem größten absoluten Rückgang. Das chinesische Unternehmen Alibaba gab trotz der anhaltenden Dynamik seines Cloud-Geschäfts und der Stabilisierung seines Marktanteils in seinem Kerngeschäft E-Commerce einige Gewinne wieder ab. Ein weiterer Negativfaktor war der Immobilienentwickler China Overseas Land & Investment, der angesichts des anhaltend schwierigen Immobilienmarktes unter Druck blieb, während die Aktien des Macau-Casino-Betreibers Galaxy Entertainment nachgaben, da der Optimismus hinsichtlich einer erwarteten makroökonomischen Erholung in China nachließ.

Im Laufe des Quartals haben wir Hersteller von Land- und Baumaschinen, das mit einer kurzfristigen Nachfrageschwäche in den USA und Zollunsicherheiten konfrontiert ist. Wir haben außerdem eine Position in der globalen Werbeagentur Publicis aufgebaut, deren Schwäche sowohl auf makroökonomische Faktoren als auch auf Befürchtungen hinsichtlich der Disruption durch künstliche Intelligenz zurückzuführen ist, die unserer Meinung nach übertrieben sind. Schließlich haben wir eine Position in Evonik, einem Spezialchemieunternehmen mit einem diversifizierten Produktportfolio und marktführenden Positionen in mehreren Kategorien.

Das volatile makroökonomische Umfeld und die Unsicherheit hinsichtlich der das

japanische Unternehmen

im Verhältnis zu ihren Fundamentalsdaten ■

Die Entwicklung hält den Markt weiterhin in Atem und schafft Chancen für langfristige Value-Investoren. Wir sind weiterhin begeistert von den attraktiven Bewertungen der Unternehmen

## PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 1.1.04
Pzena International Focused Value Composite – Brutto	6,7 %	40,0	40,0	22,5	13,7	10,8	8,1
Pzena International Focused Value Composite – Netto	6,5	39,0	39,0	21,6	12,9	10,0	7,1
MSCI All Country World Ex-U.S. Index	5,1	32,4	32,4	17,3	7,9	8,4	6,8
MSCI ACWI ex USA Value - Net Index	7,6	39,5	39,5	20,2	11,9	8,7	6,7

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

## 10 GRÖSSTE

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

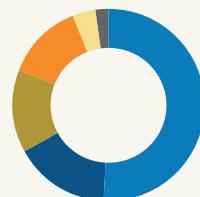
UBS Group AG	2,8
BASFSE	2,8
Reckitt Benckiser Group plc	2,7
HSBC Holdings	2,6
Relx SA	2,6
Bank of Ireland Group	2,6
Daimler Truck Holding AG	2,5
Daikin Industries	2,5
Michelin SA	2,5
Sanofi	2,4
Gesamt	26,0

## PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	8,5	16x *
KGV (Prognose über 1 Jahr)	12,2	16,3
KBV	1,4	2,2
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	26,1	13,1
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	67,2	151,4
Aktiver Anteil	91,6	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16,0	13,6
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	48	1.972

Quelle: MSCI ACWI (ex USA) Index, Analyse von Pzena  
\* Median des internationalen Universums (ohne USA);  
† Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

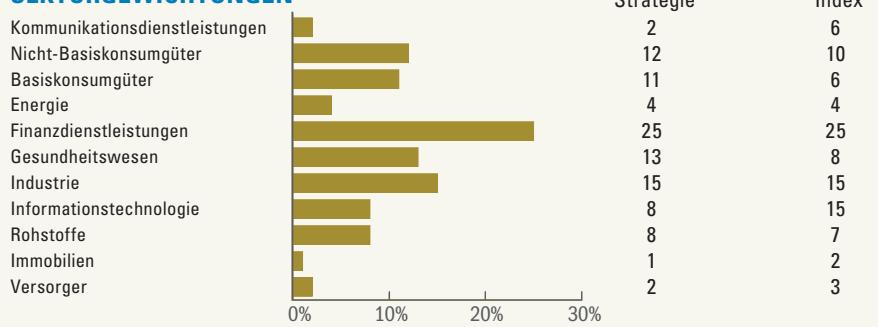
## REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europa ohne Großbritannien	51	32
Schwellenländer	16	31
Japan	14	13
Vereinigtes Königreich	13	9
Entwicklungsländer Asiens ohne Japan	4	2
Nordamerika	2	8
Australien/Neuseeland	0	4
Entwicklungsländer Afrika/Naher Osten	0	1

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

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

## PORTFOLIO-STRATEGIEN

# PZENA INTERNATIONAL SMALL CAP FOCUSED VALUE

Internationale Small-Cap-Aktien legten im vierten Quartal zu, und unser Portfolio entwickelte sich entsprechend seiner Benchmark.

Der Sektor zyklische Konsumgüter leistete den größten absoluten Beitrag, wobei der irische Kreditgeber Permanent TSB Group, der nach der Ankündigung, strategische Alternativen zu prüfen, zulegte, den größten Einzelbeitrag leistete. Der Reifenhersteller Nokian Renkaat baute seine neuen Produktionskapazitäten in Rumänien weiter aus und trug damit dazu bei, das Vertrauen nach früheren Betriebsstörungen aufgrund russischen Invasion in der Ukraine wiederherzustellen.

Der spanische Kreditgeber Unicaja Banco profitierte ebenfalls von einer stabilen Kreditqualität und einer sich verbesserten Rentabilität.

Der Immobiliensektor war der Sektor mit dem größten negativen Einfluss. Sowohl der Wohnungsbaukonzern Nexit als auch der französische Spirituosenhersteller Rémy Cointreau haben mit einem Rückgang in ihren Kerngeschäften zu kämpfen, der unserer Meinung nach für zyklisch und vorübergehend halten. Der koreanische Petrochemiehersteller KH Neochem verzeichnete nach der Veröffentlichung schwacher Ergebnisse für das dritte Quartal aufgrund der schwachen Nachfrage nach Klimaanlagen Kursverluste.

Wir haben eine Position in PageGroup aufgebaut, einem weltweit führenden Personalvermittler mit Schwerpunkt auf Festanstellungen spezialisiert hat. Wir kauften auch Manitou, einen weltweit führenden Anbieter von Geländestaplern, der eine starke Position in den Endmärkten Landwirtschaft und Bauwesen einnimmt und eine Erfolgsbilanz auf eine disziplinierte Kapitalverwaltung zurückblicken kann. Schließlich haben wir Teleperformance hinzugefügt, Freier Cashflow von über 20% aufgrund von Bedenken der Anleger hinsichtlich der Disruption durch KI, die unserer Meinung nach vom Markt überbewertet werden.

Wir haben das Metallunternehmen Aurubis aufgrund seiner relativen Stärke reduziert und uns aus KH Neochem zurückgezogen, da sich unsere Anlagethese negativ entwickelte, und das Kapital in Chancen mit überzeugenderen langfristigen Renditen umgeschichtet.

Mit Blick auf die Zukunft konzentrieren wir uns weiterhin darauf, nachhaltige Unternehmen zu identifizieren, bei denen

die kurzfristige Unsicherheit zu erheblichen Diskrepanzen zwischen dem aktuellen Kurs und der langfristigen Ertragskraft geführt hat. Das internationale Small-Cap-Universum bietet weiterhin ein breites Potential und vielfältige

Chancen und unterstützt einen geduldigen, bottom-up-orientierten Ansatz für Value-Investing. ■

## PERFORMANCEÜBERBLICK

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Seit Aufliegung 10.1.16
Pzena International Small Cap Focused Value Composite – Brutto	3,5	30,7	30,7	20,0	15,2	10,6
Pzena International Small Cap Focused Value Composite – Netto	3,2	29,4	29,4	18,8	14,1	9,5
MSCI World ex USA Small Cap Index	3,5	34,1	34,1	15,8	6,5	7,9
MSCI World ex USA Small Cap Value Index	5,0	38,6	38,6	17,8	9,8	8,3

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

## 10 GRÖSSTE

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

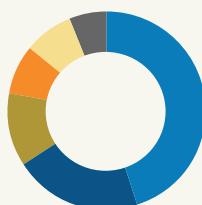
Origin Enterprises PLC	4.1%
PermanentTBS Group Holdings PLC	3.4%
Nokian Renkaat Oyj	3.3%
Unicaja Banco S.A.	3.2%
Signify NV	3.1%
Samsonite Group	3.0%
C&C Group	2.9%
Fletcher Building	2.9%
Elders	2.9%
Sabre Insurance Group PLC	2.9%
Gesamt	31,7%

## PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn <sup>1</sup>	7,7	12,9 *
KGV(Prognose über 1 Jahr)	13,6	15,8
KBV	1	1,6
Median d. Marktkap.(in Mrd. USD)	1,7	1,8
Gew. durchschn. Marktkap.(in Mrd. USD)	2,4	4,0
Aktiver Anteil	98,4	-
Standardabweichung (5 Jahre)	15,6	15,6
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	43	2.179

Quelle: MSCI World ex USA Small Cap Index, Analyse von Pzena\* Median des EAFE-Universums;  
<sup>1</sup>Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

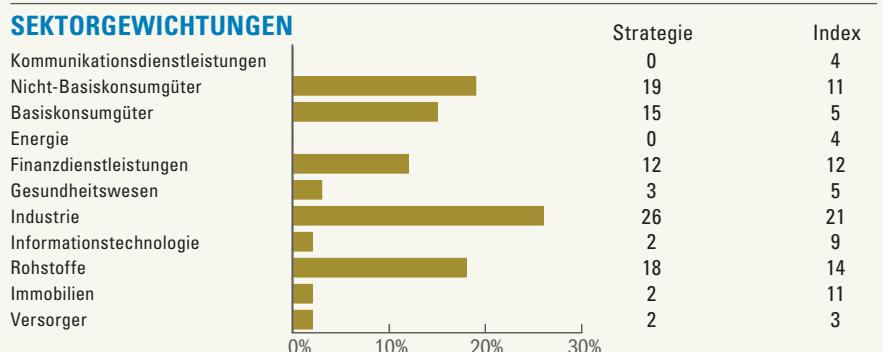
## REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europa ohne Großbritannien	45	29
Vereinigtes Königreich	21	11
Japan	12	32
Nordamerika	8	11
Australien/Neuseeland	8	10
Entwicklungslander Asiens ohne Japan	6	4
Entwicklungslander Afrika/Naher Osten	0	4

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

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

# PZENA EMERGING MARKETS FOCUSED VALUE

Die Schwellenländer beendeten das Jahr stark, wobei die meisten Börsen das Quartal im positiven Bereich schlossen – China bildete hier eine bemerkenswerte Ausnahme. Unsere Emerging Markets Focused Value-Strategie übertraf in diesem Zeitraum ihren MSCI EM-Benchmark.

Die Sektoren Informationstechnologie, Finanzen und Rohstoffe hatten die beste Performance. Der koreanische Technologiekonzern Samsung Electronics leistete den größten Einzelbeitrag, da sich die Erholung seines Kerngeschäfts mit dynamischen Speichern (DRAM) auch im vierten Quartal fortsetzte und sich die Aussichten für Hochbandbreitenspeicher (HBM) vielversprechend entwickelten. Der koreanische

Neben vielversprechenden Entwicklungen bei seinen High Bandwidth Memory (HBM)-Projekten. Der koreanische Reifenhersteller Hankook Tire & Technology erzielte solide operative Margen in seinem Reifengeschäft, während die taiwanesische Foundry TSMC weiterhin von der starken Nachfrage nach KI-Chips profitiert.

Immobilien und Kommunikationsdienstleistungen waren die einzigen beiden Sektoren, die einen wesentlichen negativen Beitrag leisteten, und das chinesische Unternehmen Alibaba konnte im Laufe des Quartals einige Gewinne wieder abgeben, obwohl das Cloud-Geschäft weiterhin stark wuchs und sich der Marktanteil im Kerngeschäft E-Commerce stabilisierte. Ein weiterer Negativfaktor war der Immobilienentwickler China Overseas Land & Investment, der angesichts der anhaltend schwierigen Lage auf dem Immobilienmarkt weiterhin unter Druck stand. Das brasilianische Kosmetik- und Parfümhersteller Natura meldete im dritten Quartal enttäuschende Ergebnisse inmitten einer laufenden Umstrukturierung und angesichts einer schwachen makroökonomischen Lage in Brasilien

Wir haben Doosan Bobcat hinzugefügt, einen Hersteller von kompakten Baumaschinen mit Engagement im nordamerikanischen Wohnungsbau, und damit von der Schwäche profitiert, die durch den Rückgang des US-Immobilienmarktes. Außerdem haben wir Shenzhou International hinzugefügt, einen Bekleidungshersteller mit vier Großkunden, die etwa 80 % des Unternehmensumsatzes. Trotz der Herausforderungen durch die Unsicherheit hinsichtlich der Zölle und den Lagerabbau sind wir davon überzeugt,

dass das Wertversprechen des Unternehmens weiterhin intakt ist, und konnten das Franchise zu einem niedrigen Vielfachen des normalisierten Gewinns zu erwerben. Trotz der Unsicherheit im Zusammenhang mit der US-

amerikanischen Zollpolitik und den innenpolitischen Herausforderungen in China sind wir weiterhin von der Attraktivität von Aktien aus Schwellenländern als Anlageklasse überzeugt. ■

## PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 1.1.08
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite – Brutto	6,4	37,2	37,2	21,4	12,6	12,8	6,4
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite – Netto	6,1	35,9	35,9	20,2	11,5	11,7	5,3
MSCI Emerging Markets Index	4,7	33,6	33,6	16,4 %	4,2	8,4	3,1
MSCI Emerging Markets Value Index	6,4	32,7	32,7	16,6	6,8	8,0	2,6

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

## 10 GRÖSSTE

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

	Strategie	Index
Samsung Electronics Co.	5,8	
Taiwan Semiconductor Mfg. Co.	5,0	
Alibaba Group Holding	2,9	
China Overseas Land & Investment	2,5	
Hankook Tire & Tech.	2,5	
Credicorp Ltd.	2,4	
Baidu, Inc. Class A	2,4	
Tencent Holdings Ltd.	2,4	
OTP Bank	2,3	
Cognizant Tech A	2,3	
Gesamt	30,5	

## PORTFOLIOMERKMALE

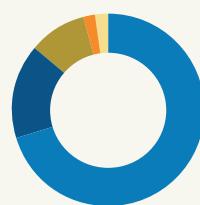
	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	9,2	19x *
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10,9	15,1
KBV	1,3	2,2
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	13,3	10,1
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	161,0	261,2
Aktiver Anteil	78,8	-
Standardabweichung (5 Jahre)	14,5	15,3
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	55	1.196

Quelle: MSCI Emerging Markets Index, Analyse von Pzena

\* Median des EM-Universums;

<sup>1</sup>Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

## REGIONALE GEWICHTUNG

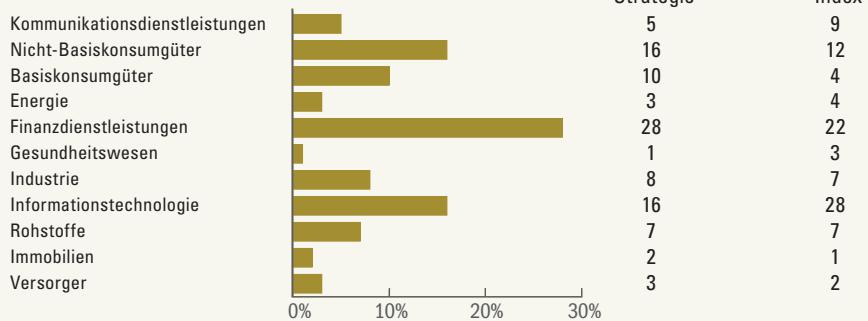


Strategie Index

Asien	71	81
Lateinamerika	16	7
Europa	10	3 %
Nordamerika	2	0
Afrika/Naher Osten	2	10

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

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

## PORTFOLIO-STRATEGIEN

# PZENA EUROPEAN FOCUSED VALUE

Die europäischen Märkte zeigten sich im vierten Quartal stark, gestützt durch eine bessere makroökonomische Sichtbarkeit und nachlassende Spannungen zwischen den USA und China. Unser Portfolio übertraf seinen MSCI Europe, blieb jedoch hinter der Value-Serie zurück.

Der Finanzsektor war mit Abstand der Sektor mit der besten Performance. Auf Wertpapierbasis legte der Pharma- und Pflanzenschutzriese Bayer aufgrund positiver Nachrichten rund um seines Rechtsstreits um Roundup (Glyphosat). Der europäische Stahlhersteller ArcelorMittal profitierte vom Optimismus hinsichtlich der Einführung eines europäischen CO2-Grenzausgleichssystems (CBAM), das die Rentabilität steigern dürfte.

Der finnische Netzwerkausrüster Nokia legte zu, nachdem er von NVIDIA eine Kapitalbeteiligung in Höhe von 1 Milliarde US-Dollar erhalten hatte, um die KI-gesteuerte drahtlose Netzwerkinfrastruktur voranzutreiben.

Der Energiesektor war der einzige Sektor, der die absolute Performance geringfügig beeinträchtigte. Der größte Einzelverlierer war der französische Kleingerätehersteller SEB SA, dessen Aktienkurs sank, nachdem das Management aufgrund der schwächeren Nachfrage in Europa, der chinesischen Konkurrenz und der negativen Auswirkungen von Zöllen seine Prognose für das Gesamtjahr gesenkt hatte. Der französische Spirituosenhersteller Rémy Cointreau verzeichnete nach einer verhaltenen Umsatzprognose, die durch eine verhaltene Verbesserung der Cognac-Nachfrage in den USA, während der Dialyseanbieter Fresenius Medical Care hinterherhinkte, da die anhaltende Schwäche bei den Patientenzahlen und höhere Sterblichkeitsraten die Aussichten auf eine Erholung weiterhin trübten. Wir haben eine Position in globalen Die Werbeagentur Publicis leidet unter der Angst vor einer Disruption durch KI, die unserer Meinung nach übertrieben ist. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von etwa 10 bieten die Aktien unserer Meinung nach zum aktuellen Kurs eine attraktive Cashflow-Rendite.

Publicis ist gut positioniert, um seinen Großkunden in einer datenzentrierten Welt weit über das Angebot von Medienlösungen hinaus zu helfen. Wir haben unsere Position im Autoteile-Spin-off Aumovio aufgegeben und unsere Beteiligungen an ArcelorMittal und dem Metallunternehmen Aurubis aufgrund der Bewertung reduziert.

Auch nach einem sehr starken Jahr 2025 sehen wir weiterhin einen guten Wert in Europäischen Aktien, die im Vergleich zum Rest der Welt nach wie vor einen bemerkenswerten Bewertungsabschlag aufweisen.

Wir glauben, dass die Anleger einen Großteil des geopolitischen Risikos eingepreist haben, was Chancen für Investitionen in starke Unternehmen schafft.



## PERFORMANCEÜBERBLICK

Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Aufliegung 8.1.08
Pzena European Focused Value Composite – Brutto	8,6	41,2	41,2	21,6	14,6	9,9	7,5
Pzena European Focused Value Composite – Netto	8,4	40,3	40,3	20,8	13,9	9,2	6,8
MSCI Europe Index	6,2	35,4	35,4	18,2	10,3	8,5	5,2
MSCI Europe Value Index	9,3	48,0	48,0	22,7	14,2	8,9	4,5

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

## 10 GRÖSSTE

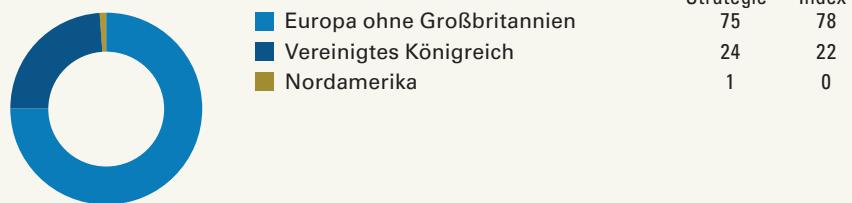
Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

	Strategie	Index
Bank of Ireland Group Plc	3,3	
Bayer	3,2	
Rexel SA	3,2	
Signify NV	3,0	
HSBC Holdings Plc	3,0	
Reckitt Benckiser Group plc	3,0	
Julius Baer Gruppe	3,0	
UBS Group	2,8	
Swatch Group	2,7	
Equinor ASA	2,7	
Gesamt	29,9	

## PORTFOLIOMERKMALE

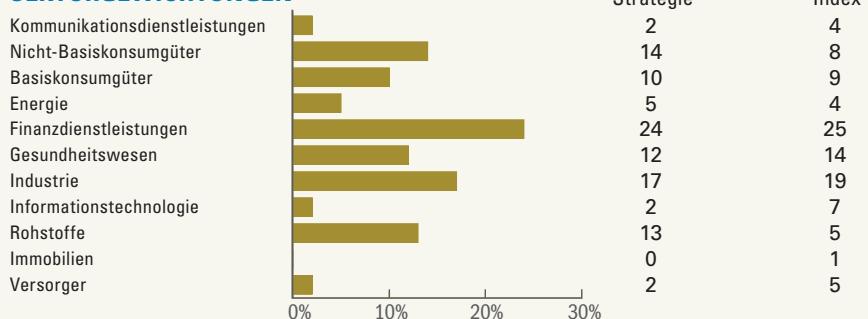
Quelle: MSCI Europe Index, Analyse von Pzena  
\* Median des europäischen Universums;  
<sup>1</sup> Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

## REGIONALE GEWICHTUNG



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

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

# PZENA JAPAN FOCUSED VALUE

Japanische Aktien konnten im Laufe des Quartals ihre Gewinne ausbauen, unterstützt durch besser als erwartete Unternehmensgewinne, Optimismus hinsichtlich der politischen Initiativen der neuen Regierung und die anhaltende Stärke von Unternehmen aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz. Auch unser Portfolio erzielte positive Renditen; zwar blieb es leicht hinter dem TOPIX Value-Benchmark zurück, übertraf jedoch den breiter gefassten TOPIX.

Der Sektor Kommunikationsdienstleistungen war der größte Negativfaktor auf Sektorebene. Tokai Carbon, ein Hersteller von Kohlenstoffprodukten für Reifen und industrielle Anwendungen, belastete die Renditen aufgrund der Bewertung von schwächere kurzfristige Gewinnaussichten, die die Produktionsanpassungen in der US-Reifenindustrie widerspiegeln. SUMCO, ein Lieferant von Siliziumwafern für die Halbleiterindustrie, die durch anhaltenden Druck aufgrund von Überbeständen beeinträchtigt wurde. Asahi Group Holdings verzeichnete einen Rückgang, nachdem eine Cyberattacke die Lieferungen im Inland beeinträchtigte und die Veröffentlichung der Geschäftszahlen verzögerte. Wir betrachten diese als vorübergehend an und unsere längerfristigen Anlagethesen bleiben unverändert. Die Sektoren Industrie, zyklische Konsumgüter und Informationstechnologie leisteten im Quartal den größten Beitrag, wobei erneut AI-bezogene Positionen die Performance anführten. Sumitomo Electric Industries, ein diversifizierter Hersteller Halbleiterverpackungsmaterialien. Im Laufe des Quartals haben wir Daikin Industries, einen globalen Hersteller von Klimaanlagen, und Kubota Corporation, einen Hersteller von Land- und Baumaschinen, nach einer unterdurchschnittlichen Performance aufgrund von Bedenken hinsichtlich ihrer Geschäfte in Nordamerika in unser Portfolio aufgenommen. Wir haben Ibaden nach einer starken Performance verkauft und unsere Positionen in Sumitomo Electric Industries und Taiyo Yuden aufgrund ihrer Bewertung.

Wir reduzierten auch SUMCO vor der Veröffentlichung der Ergebnisse nach einem Kursanstieg, bevor wir unsere Position nach einem Rückgang nach der Veröffentlichung der Ergebnisse wieder aufstockten.

Das Portfolio ist weiterhin in erheblichem Umfang in zyklischen Branchen engagiert. Wir konzentrieren uns weiterhin auf unterbewertete japanische Unternehmen, die Strukturreformen vorantreiben, ihre Kapitaleffizienz verbessern und eine robuste Bilanzstruktur

aufrechterhalten, wodurch das Portfolio von der Verbesserung der Unternehmensrentabilität im Laufe der Zeit profitieren kann. ■

## PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 7.1.15
Pzena Japan Focused Value Composite – Brutto	4,6	31,9	31,9	17,5	12,1	8,9	7,9
Pzena Japan Focused Value Composite – Netto	4,3	30,9	30,9	16,6	11,2	8,1	7,0
TOPIX Index	2,5	25,3	25,3	17,3	6,6	7,5	6,9
TOPIX Value Index	4,8%	34,7%	34,7%	23,6%	13,6%	9,2%	8,3%

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

## 10 GRÖSSTE

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

Daikin Industries	3,8
MinebeaMitsumi Inc.	3,6
Suntory Beverage & Food Ltd.	3,5
NSK LTD.	3,4
Olympus Corp.	3,3
Bridgestone Corporation	3,3
TDK Corporation	3,2
Takeda Pharmaceutical	3,2
Yamaha	3,2
Coca-Cola Jp H	3,2
Gesamt	33,7

## PORTFOLIOMERKMALE

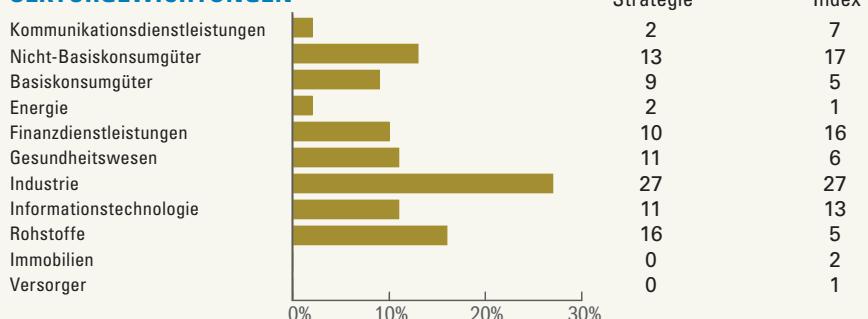
	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn <sup>1</sup>	10	14x *
KGV (Prognose über 1 Jahr)	16	16,5
KBV	1,2	1,6
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	7,0	0,7
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	15,7	63,1
Aktiver Anteil	90,9	-
Standardabweichung (5 Jahre)	13,0	13,0
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	36	1,664

Quelle: TOPIX Index, Analyse von Pzena

<sup>1</sup> Schätzung des Normalgewinns durch Pzena.

\* Median des japanischen Uni-versums

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

## PORTFOLIO-STRATEGIEN

### PZENA LARGE CAP VALUE (US)

Das vierte Quartal bildete den Abschluss eines Jahres, das von großer Begeisterung für KI und der anhaltenden Führungsrolle von momentumorientierte Aktien. Vor diesem Hintergrund übertraf unsere Large-Cap-Value-Strategie im Quartalsverlauf sowohl den Gesamtmarkt als auch den Value-Index, blieb jedoch für das Gesamtjahr hinter diesen zurück.

Die Sektoren zyklische Konsumgüter, Finanzwerte und Energie leisteten im Quartal den größten Beitrag. Der größte Einzelbeitrag kam vom Discounter Dollar General, der starke Umsätze auf vergleichbarer Fläche und eine Margenverbesserung erzielte, was zu einem Gewinnanstieg führte. Die Kundenfrequenz stieg, da von Lebensmittel- und Apothekenketten zu Discountern wechselten, während die aufgrund von Schrumpfung sorgte für einen erwartungsgemäß anhaltenden Margenaufschwung. Auch Cognizant trug nach einem Gewinnsprung dazu bei, da die organischen Umsätze nach mehreren Jahren unternehmensspezifischer Herausforderungen weiterhin nahe der Spitze der Vergleichsgruppe lagen. Die Aktien von Citigroup stiegen angesichts starker Kapitalmärkte und günstiger Kreditbedingungen Bedingungen. Das Unternehmen hat weiterhin Aktien zurückgekauft und Kapital an die Aktionäre zurückgezahlt, während die transformationsbedingten Aufwendungen im nächsten Jahr voraussichtlich zurückgehen werden.

Gesundheitswesen, Versorger und Grundstoffe waren im Quartal die Sektoren mit den größten negativen Auswirkungen. Der größte Einzelwert war der Radiofrequenzkomponentenhersteller Skyworks, dessen Aktien trotz besser als erwarteter Quartalsergebnisse und der angekündigten Übernahme des Konkurrenten Qorvo aufgrund schwächerer Prognosen und Bedenken hinsichtlich der Nachfrage im Mobilfunkbereich und der Kundenkonzentration nachgaben. Die Aktien des Medizinprodukteherstellers Baxter entwickelten sich nach enttäuschenden Ergebnissen für das dritte Quartal und einer Dividendenkürzung. Die verzögerte Normalisierung der Infusionsflüssigkeitsmengen nach dem Hurrikan Helene belastete weiterhin den Umsatz, während sich die im letzten Quartal angekündigte Lieferverzögerung für die Novum-Pumpe nun voraussichtlich bis 2026 hinziehen wird. Die Fresenius-Aktie gab trotz eines über den Erwartungen liegenden Gewinns nach, da das Volumen der Dialysebehandlungen insbesondere in den USA weiterhin unter dem Niveau vor COVID blieb und die Ergebnisse eher durch Kosteneinsparungen und Preisgestaltung als durch Volumenwachstum getrieben waren. Im Laufe des Quartals haben wir eine Position

aufgebaut bei Constellation Brands.

Im Jahr 2012 erwarb das Unternehmen das US-Biergeschäft der Grupo Modelo im Rahmen einer erzwungenen Veräußerung. Nach einer Reihe von Fehlern bei der Kapitalallokation wurde eine neue Geschäftsführung eingesetzt und die Marken verzeichneten in den USA große Erfolge.

Die Absatzmengen sind im aktuellen Umfeld mit Gegenwind konfrontiert, da die Kernkundschaft aus Lateinamerika weniger aktiv ist, obwohl wir glauben, dass die langfristige Markenstärke unbeeinträchtigt bleibt. Wir haben auch Baxter nach der Schwäche des Aktienkurses aufgestockt und

unsere Positionen in PPG und Tyson Foods weiter ausgebaut, wo wir trotz der kurzfristigen Unsicherheit eine Verbesserung der langfristigen Fundamentaldaten sehen. Diese Käufe wurden durch Kürzungen bei Goldman Sachs, TE Connectivity, Morgan Stanley, Dollar General und Citigroup nach starken Kursentwicklungen finanziert. Das Portfolio blieb über eine Vielzahl von idiosynkratischen Anlagechancen verteilt, mit Engagement in Unternehmen, bei denen kurzfristige Herausforderungen die nachhaltige Gewinnkraft überschatten. Aufgrund der geringen Marktführerschaft sehen wir weiterhin eine attraktive Bewertungstreue, ein Umfeld, das unserer Meinung nach für langfristige Value-Investoren weiterhin konstruktiv ist. ■

#### PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Auflegung	Seit 7.1.12
Pzena Large Cap Value Composite – Brutto	4,5	14,0	14,0	12,8	12,3	10,6	11,7	
Pzena Large Cap Value Composite – Netto	4,4	13,6	13,6	12,4	11,8	10,1	11,3	
Russell 1000 Value Index	3,8	15,9	15,9	13,9	11,3	10,5	11,3	

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

#### 10 GRÖSSTE

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

	Strategie	Index
Citigroup Inc.	4,1	
Wells Fargo & Company	4,0	
Magna International Inc.	3,9	
Capital One Financial Corp.	3,7	
CVS Health Corp.	3,6	
Dollar General Corp	3,4	
Bank of America	3,1	
Cognizant Tech A	3,0	
Humana Inc.	3,0	
MetLife, Inc.	2,9	
Gesamt	34,2	

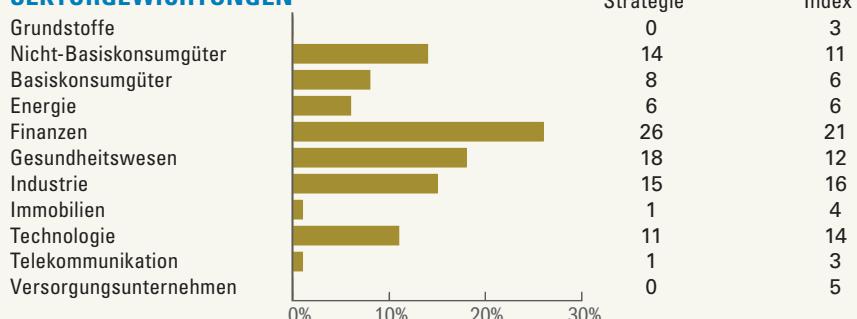
#### PORTFOLIOMERKMALE

Quelle: Russell 1000® Value, Analyse von Pzena

\*Median des Anlageuniversums;

<sup>1</sup>Pzenas Schätzung des normalen Gewinns

#### SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

## PZENA LARGE CAP FOCUSED VALUE (US)

Das vierte Quartal bildete den Abschluss eines Jahres, das von großer Begeisterung für KI und der anhaltenden Führungsrolle von momentumorientierte Aktien. Vor diesem Hintergrund übertraf unsere Large Cap Focused Value-Strategie im Quartalsverlauf sowohl den breiten Markt als auch den Value-Index, blieb jedoch im Gesamtjahr zurück.

Die Sektoren zyklische Konsumgüter, Finanzwerte und Basiskonsumgüter leisteten im Quartal den größten Beitrag. Den größten Einzelbeitrag leistete der Discounter Dollar General, der starke Umsätze auf vergleichbarer Fläche und eine Margenverbesserung erzielte, was zu einem Gewinnanstieg führte. Die Kundenfrequenz stieg, da höherpreisige Kunden von Lebensmittel- und Apothekenkanälen zu Discountern wechselten, während die anhaltenden Fortschritte bei der Schwundbekämpfung für Rückenwind bei den Margen sorgten, der voraussichtlich bis 2026 anhalten wird. Die Aktien von Citigroup stiegen angesichts starker Kapitalmärkte und günstiger Kreditbedingungen. Das Unternehmen setzte den Rückkauf von Aktien und die Rückzahlung von Kapital an die Aktionäre fort, während die mit seiner Umstrukturierung verbundenen Aufwendungen im nächsten Jahr voraussichtlich zurückgehen werden. Auch Cognizant trug nach einem Gewinnsprung, da die organischen Umsätze nach mehreren Jahren weiterhin an der Spitze der Vergleichsgruppe lagen. Unternehmensspezifische Herausforderungen bei der Umsetzung.

Gesundheitswesen, Immobilien und Versorger waren die Sektoren, die im Quartal am stärksten zum Rückgang beitrugen. Der größte Einzelwert war das Medizinprodukteunternehmen Baxter, das nach enttäuschenden Ergebnissen für das dritte Quartal und einer Dividendenkürzung nachgab. Die verzögerte Normalisierung der Infusionsflüssigkeitsmengen nach dem Hurrikan Helene setzte weiterhin Druck auf den Umsatz aus, während die freiwillige Zurückhaltung bei der Auslieferung von Novum-Pumpen. Das letzte Quartal wird sich nun voraussichtlich bis ins Jahr 2026 hineinziehen, was den kurzfristigen Druck weiter erhöht. Der Anbieter von Hochfrequenzkomponenten Skyworks verzeichnete im Laufe des Quartals Kursverluste aufgrund schwächerer Prognosen und Bedenken hinsichtlich der Nachfrage im Mobilfunkbereich und der Kundenkonzentration. Dies geschah trotz besser als erwarteter Quartalsergebnisse und der angekündigten Übernahme des Konkurrenten Qorvo, wodurch der zweit- und drittgrößte Anbieter von Hochfrequenzkomponenten für Smartphones fusionieren würden. Die Aktien von Fresenius

Medical Care gaben im Laufe des Quartals trotz Niveaus, insbesondere in den USA. Die Ergebnisse wurden eher durch Kosteneinsparungen und Preisgestaltung als durch Das zugrunde liegende Volumenwachstum belastete weiterhin die Anlegerstimmung.

Im Laufe des Quartals haben wir unsere Position in Baxter nach dem Kursrückgang aufgestockt und unsere Positionen in PPG, einem globalen Anbieter von Farben und Lacken, sowie in Tyson Foods, einem diversifizierten Proteinproduzenten für den Einzelhandel und Foodservice-Kunden, bei dem wir trotz kurzfristiger Unsicherheiten eine Verbesserung der langfristigen Fundamentaldaten sehen. Diese Käufe

wurden durch Kürzungen bei Dollar General, Citigroup, TE Connectivity, Wells Fargo und Magna, die alle eine starke Performance verzeichneten. Es wurden keine neuen Positionen eröffnet.

Das Portfolio bleibt über eine Vielzahl von spezifischen Anlage-Kontroversen verteilt, mit Engagements in Unternehmen, bei denen kurzfristige Herausforderungen die nachhaltige Ertragskraft überschatten. Aufgrund der geringen Marktführerschaft sehen wir weiterhin attraktive Bewertungsunterschiede – ein Umfeld, das unserer Meinung nach für langfristige Value-Investoren weiterhin konstruktiv ist. ■

### PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Aufliegung 10.1.00
Pzena Large Cap Focused Value Composite – Brutto	4,5	13,0	13,0	12,5	11,8	10,3	8,0
Pzena Large Cap Focused Value Composite – Netto	4,3	12,2	12,2	11,7	11,1	9,5	7,2
Russell 1000 Value Index	3,8	15,9	15,9	13,9	11,3	10,5	7,8

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

### 10 GRÖSSTE

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

CVS Health Corp.	5,3
Citigroup Inc.	5,2
Baxter International Inc.	5,0
Humana Inc.	4,9
Wells Fargo & Company	4,6
Capital One Financial Corp	4,3
Magna International Inc.	4,1
Dollar General Corp.	4,0
Fresenius Medical Care AG	4,0
MetLife, Inc.	3,5
<b>Gesamt</b>	<b>44,9</b>

### PORTFOLIOMERKMALE

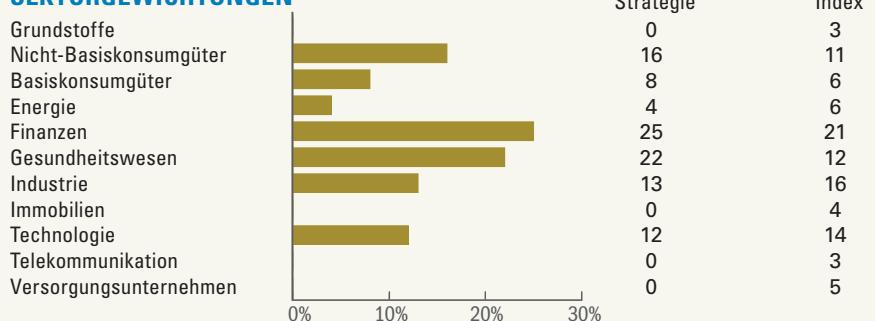
	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	7,7	14,1
KGV (Prognose über 1 Jahr)	11,2	18,6
KBV	1,4	2,8
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	23,0	14,0
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	82,5	307,7
Aktiver Anteil	94,2	-
Standardabweichung (5 Jahre)	19,0	14,5
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	31	870

Quelle: Russell 1000® Value, Analyse von Pzena

\* Median des Large-Universums;

<sup>1</sup>Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

### SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

## PORTFOLIO-STRATEGIEN

### PZENA FOCUSED VALUE (US)

Das vierte Quartal bildete den Abschluss eines Jahres, das von großer Begeisterung für KI und der anhaltenden Führungsrolle von momentumorientierten Aktien geprägt war. Vor diesem Hintergrund blieb unsere Focused Value-Strategie im Quartal hinter dem Value-Index zurück.

Grundstoffe, Gesundheitswesen und Technologie waren die Sektoren mit den größten negativen Auswirkungen im Quartal. Der größte Einzelwert war das globale Agrarwissenschaftsunternehmen FMC, das nach enttäuschenden Ergebnissen im dritten Quartal zurückging, da das Management sowohl die Prognose als auch die Dividende senkte. Verzögerte Kundenzahlungen in Brasilien, der Verkauf des Indien-Geschäfts und verstärkter Wettbewerb durch Generika führten zu den Korrekturen. Medizinprodukteunternehmen Die Aktien von Baxter zeigten sich ebenfalls schwach, nachdem Enttäuschende Ergebnisse für das dritte Quartal und eine Dividendenkürzung. Die verzögerte Normalisierung der Infusionsflüssigkeitsmengen nach dem Hurrikan Helene belastete weiterhin den Umsatz, während die im letzten Quartal angekündigte freiwillige Zurückhaltung bei der Auslieferung von Novum-Pumpen wird sich nun voraussichtlich bis 2026 hinziehen, was den kurzfristigen Druck weiter erhöht. Die Radiofrequenzkomponente

Der Zulieferer Skyworks verzeichnete im Laufe des Quartals Kursverluste aufgrund schwächerer Prognosen und Bedenken hinsichtlich der Nachfrage im Mobilfunkbereich und der Kundenkonzentration. Dies geschah trotz besser als erwarteter Quartalsergebnisse und der angekündigten Übernahme des Konkurrenten Qorvo, wodurch der zweit- und drittgrößte Anbieter von Hochfrequenzkomponenten für Smartphones fusionieren würden.

Die Sektoren zyklische Konsumgüter, Finanzwerte und Basiskonsumgüter leisteten im Quartal den größten Beitrag. Den größten Einzelbeitrag leistete der Discounter Dollar General, der starke Umsätze auf vergleichbarer Fläche und eine Margenverbesserung erzielte, was zu einem Gewinnanstieg führte. Der Kundenfrequenz stieg, da gehobene Kunden

Die Umsätze im Lebensmittel- und Apothekenbereich gingen zurück, während die anhaltenden Fortschritte bei der Schwundbekämpfung für Rückenwind bei den Margen sorgten, der voraussichtlich bis 2026 anhalten wird. Auch Cognizant trug nach einem Gewinnsprung dazu bei, da die organischen Umsätze weiter stiegen. nach mehreren Jahren unternehmensspezifischer Herausforderungen an der Spitze der Vergleichsgruppe.

Die Aktien von Citigroup stiegen aufgrund starker Kapitalmarktaktivitäten und günstiger Kreditbedingungen. Das Unternehmen setzte seinen Aktienrückkauf und die

Rückzahlung von Kapital an die Aktionäre fort, während die mit seiner Umstrukturierung verbundenen Aufwendungen im nächsten Jahr voraussichtlich zurückgehen werden.

Im Laufe des Quartals haben wir eine Position in Knight-Swift, Nordamerikas größtem Lkw-Spediteur, aufgebaut. Das Unternehmen ist in einer anhaltenden Frachtflaute tätig, da die während des Gewinnspitze im Jahr 2021 trotz der schwächeren Nachfrage bestehen geblieben sind und Druck auf die Preise und Gewinne ausüben. Angesichts seiner Größe und Netzwerkeffizienz gehen wir davon aus, dass sich die Rentabilität wieder erholen dürfte, sobald sich die Bedingungen normalisieren. Wir haben außerdem unsere Position in Baxter nach dem Kursrückgang

aufgestockt und unsere Positionen in Robert Half, PPG und Amdocs weiter ausgebaut.

Diese Käufe wurden durch Reduzierungen bei Medtronic, Dollar General, Delta Air Lines, Citigroup und Wells Fargo finanziert, die alle eine starke Performance verzeichneten.

Das Portfolio ist weiterhin über eine Vielzahl von eigenwilligen Anlagepositionen verteilt, mit Engagements in Unternehmen, bei denen kurzfristige Herausforderungen die nachhaltige Ertragskraft überschatten. Aufgrund der engen Marktführerschaft sehen wir weiterhin attraktive Bewertungsunterschiede – ein Umfeld, das unserer Meinung nach für langfristige Value-Investoren weiterhin konstruktiv ist. ■

#### PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Aufliegung 1.1.96
Pzena Focused Value Composite – Brutto	2,8	8,4	8,4	14,1	12,1	10,1	10,4
Pzena Focused Value Composite – Netto	2,5	7,3	7,3	13,0	11,0	9,0	9,2
Russell 1000 Value Index	3,8	15,9	15,9	13,9	11,3	10,5	9,2

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

#### 10 GRÖSSTE

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

Baxter International Inc.	4,8	Strategie	Index
Citigroup Inc.	4,4		
CVS Health Corp.	4,4		
Capital One Financial Corp.	4,3		
Humana Inc.	4,2		
Dollar General Corporation	4,2		
Wells Fargo & Company	4,1		
Lear Corporation	3,7		
Universal Health Services, Inc.	3,4 %		
Magna International	3,2		
Gesamt	40,7		

#### PORTFOLIOMERKMALE

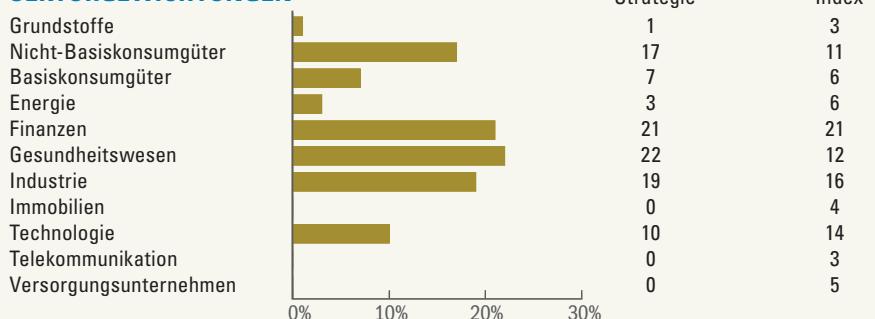
Price-to-Normal-Gewinn	7,3	13,8
KGV (Prognose über 1 Jahr)	11,2	18,6
KBV	1,4	2,8
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	15,7	14,0
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	61,2	307,7
Aktiver Anteil	94,3	-
Standardabweichung (5 Jahre)	20,0	14,5
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	37	870

Quelle: Russell 1000® Value, Analyse von Pzena

\*Median des Anlageuniversums;

†Pzenas Schätzung des normalen Gewinns.

#### SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

## PORTFOLIO-STRATEGIEN

# PZENA MID CAP FOCUSED VALUE (US)

Der US-Mid-Cap-Markt verzeichnete im Quartal einen leichten Anstieg, blieb jedoch sowohl im Quartal als auch im Gesamtjahr hinter den Large Caps zurück. Innerhalb des Mid-Cap-Universums übertraf Value im Quartal und im Gesamtjahr Growth, obwohl das Portfolio hinter seiner Benchmark zurückblieb.

Die größten negativen Einflussfaktoren im Quartal waren Grundstoffe, zyklische Konsumgüter und Technologie. Advanced Auto Parts war der größte einzelne Negativfaktor nach vorsichtigen Äußerungen des Managements zu einem schwierigen Konsumumfeld und einer niedrigeren Cashflow-Prognose im Zusammenhang mit dem Aufbau von Lagerbeständen. Das Unternehmen bleibt mit seinem Turnaround-Plan auf Kurs und verzeichnet Fortschritte im Do-It-For-Me-Segment sowie eine Verbesserung der operativen Margen. Das Medizinprodukteunternehmen Baxter blieb aufgrund einer geringeren Nachfrage nach Infusionsflüssigkeiten und anhaltender Probleme im Zusammenhang mit Rückrufaktion für Novum-Pumpen. Wir glauben, dass diese Probleme nur vorübergehend sind, und gehen davon aus, dass, dass das Unternehmen seine Branchenführerschaft behaupten kann. Das globale Agrarwissenschaftsunternehmen FMC beeinträchtigte ebenfalls die Performance, da es einem zunehmenden Preiswettbewerb durch Generika und einem Rückgang Prognose Die Sektoren, die in diesem Quartal den größten Beitrag leisteten, waren Industrie, Finanzen und Energie. Der Discounter Dollar General erzielte starke Umsätze auf vergleichbarer Fläche und eine Margenverbesserung, was zu einem Gewinnanstieg führte. Die Kundenfrequenz stieg, da höherpreisige Kunden von Lebensmittel- und Apothekenkanälen zu Discountern wechselten, während die anhaltenden Fortschritte bei der Schwundbekämpfung für Rückenwind bei den Margen sorgten, der voraussichtlich bis ins nächste Quartal anhalten wird. 2026. Cognizant entwickelte sich ebenfalls gut, angetrieben durch anhaltendes organisches Wachstum und eine Verbesserung der operativen Marge aufgrund der starken Umsetzung von Festpreisverträgen. Schließlich schien der Automobilzulieferer Magna die Wende geschafft zu haben und erzielte eine starke Rentabilität, die auf Restrukturierungskosten und einer erfolgreichen Weitergabe der Zölle beruhte. Das Unternehmen senkte außerdem seine Prognose für die Investitionsausgaben und kündigte eine Genehmigung zum Rückkauf von zehn Prozent der Aktien an.

Wir haben im Laufe des Quartals zwei neue Positionen aufgebaut. Knight-Swift ist Nordamerikas größter Lkw-Spediteur mit einer diversifizierten Serviceplattform. Das Unternehmen operiert in einem anhaltenden Frachtrückgang, da die während des Gewinnochs 2021 hinzugefügten Überkapazitäten trotz schwächerer Nachfrage bestehen geblieben sind und Druck auf Preise und Erträge ausüben. Angesichts

seiner Größe und Netzwerkeffizienz gehen wir davon aus, dass sich die Rentabilität mit der Normalisierung der Bedingungen wieder erhöhen wird. Wir haben außerdem Webster Financial hinzugefügt, eine in Connecticut ansässige Regionalbank mit einem differenzierten Einlagengeschäft durch ihr Gesundheitssparkonto-Geschäft, das eine Quelle für kostengünstige Finanzierungen darstellt. Das Unternehmen profitiert von einer effizienten Kostenstruktur und wird mit einem Abschlag gegenüber seinen Mitbewerbern gehandelt.

Wir haben unsere Positionen im Sensorhersteller Sensata, dem globalen Personaldienstleister Robert Half und Baxter weiter ausgebaut, die alle schwächelten. Diese Käufe wurden finanziert, indem wir Universal Health, Dollar General und CNO Financial bei

starker Performance reduziert und Delta und SS&C verkauft haben, als sie sich ihrem fairen Wert näherten, sowie Comerica, da es von Fifth Third, einem anderen Unternehmen in unserem Portfolio, übernommen wird.

Mid-Cap-Aktien sind weiterhin besonders schwach und verzeichnen die schwächste Performance des Jahres unter den Marktkapitalisierungsbereichen. Mid-Cap-Aktien bleiben besonders deprimiert und verzeichnen die schwächste Performance des Jahres unter den Marktkapitalisierungsbereichen. Obwohl die relative Performance eine Herausforderung darstellt, gehört unser Mid Cap Focused Value Portfolio derzeit zu den günstigsten, die wir verwalten, und bietet Chancen zu attraktiven Bewertungen. ■

## PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Aufliegung 9.1.98
Pzena Mid Cap Focused Value Composite – Brutto	-1,1	0,4	0,4	7,8	9,6	10,0	11,6
Pzena Mid Cap Focused Value Composite – Netto	-1,4 %	-0,6	-0,6	6,8	8,5	8,9	10,5
Russell Midcap Value Index	1,4	11,0	11,0	12,3	9,8	9,8	10,0

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

## 10 GRÖSSTE

Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

	Strategie	Index
Humana Inc.	5,2	
Baxter International Inc.	5,0	
Dollar General Corp	3,5	
Advance Auto Parts Inc.	3,5	
Magna International Inc.	3,4	
Fresenius Medical Care AG	3,2	
Capital One Financial	3,2	
Globe Life Inc.	3,2	
Corebridge Financial	3,1	
Robert Half	3,0	
Gesamt	36,3	

## PORTFOLIOMERKMALE

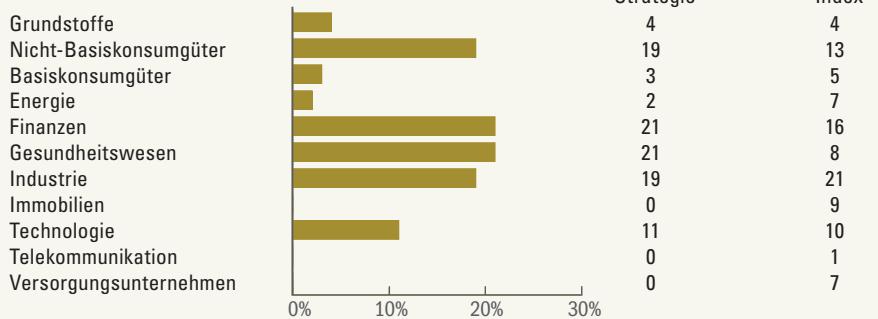
	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	6,8	12,8
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10,6	17,4
KBV	1,2	2,4
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	9,5	11,4
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	18,0	27,2
Aktiver Anteil	96,3	-
Standardabweichung (5 Jahre)	21,2	16,9
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	37	717

Quelle: Russell Midcap® Value, Analyse von Pzena

\* Median des Mid-Cap-Universums;

<sup>1</sup>Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

# PZENA SMALL CAP FOCUSED VALUE (US)

Die Märkte legten im vierten Quartal zu, wobei Small Caps etwas schlechter abschnitten als Large Caps und das Jahr mit einem deutlichen Rückstand beendeten. Innerhalb der Small Caps schnitten Value-Aktien besser ab als Growth-Aktien und glichen damit einen Großteil der Underperformance aus dem früheren Jahresverlauf aus. Unser Portfolio blieb in diesem Zeitraum deutlich hinter der Benchmark zurück, da die Aktien negativ auf die Gewinne reagierten und viele Small Caps in Zeiten der Unsicherheit offenbar keine Marktnachfrage fanden.

Die Sektoren zyklische Konsumgüter, Industrie und Grundstoffe beeinträchtigten die Performance in diesem Quartal. Der größte Einzelverlierer war der Autoteilehändler Advance Auto Parts, der aufgrund von Bedenken hinsichtlich der Verbraucherstimmung und einer im Vergleich zu seinen Mitbewerbern unterdurchschnittlichen Umsatzentwicklung nachgab, nachdem er zu Beginn des Jahres noch zu den Top-Performern gezählt hatte. Wir sind weiterhin zuversichtlich in die Turnaround-Bemühungen des Unternehmens und glauben, dass das Ausmaß der Aktienreaktion die Sensibilität des Marktes gegenüber kurzfristigen Unsicherheiten widerspiegelt. Der Automobil-Sitzersteller Adient beeinträchtigte ebenfalls nach der Veröffentlichung einer im Vergleich zu anderen Unternehmen schwächeren Prognose für das kommende Jahr, die eher die Kundenerwartungen als Aktienverluste oder interne Herausforderungen widerspiegelt. American Woodmark, der mit MasterBrand fusionierende Schrankhersteller, war eine weitere Quelle der Schwäche. Die Aktie verlor aufgrund zusätzlicher Zölle auf aus Mexiko importierte Schränke an Wert, obwohl das Unternehmen in Bezug auf seine Produktionsstandorte ähnlich gut oder besser positioniert ist als seine Mitbewerber und die Zölle inzwischen verschoben wurden.

Der Finanzsektor war im Quartal der Spitzenreiter. Das Private-Label-Kreditkartenunternehmen Bread Financial trug dank starker Gewinne und besser als erwarteter Kreditentwicklungen zum Ergebnis bei. Spectrum Brands legte nach einem Gewinnsprung in den Geschäftsbereichen Haus & Garten und Haustiere zu und glich damit die anhaltende Schwäche im Geschäftsbereich Haushaltsgeräte aus. Der Kofferhersteller Samsonite trug ebenfalls zum Ergebnis bei, nachdem er besser als erwartete Gewinne gemeldet hatte, da sich der Umsatz nach früheren Rückgängen stabilisiert hatte. Wir haben eine Position in einem führenden Hersteller von Freizeitfahrzeugen und Booten aufgebaut. branchenweiten zyklischen Gegenwind sowie unternehmensspezifische Probleme bei der Umsetzung. Die Branche

ist stark konsolidiert, und das Unternehmen ist gut positioniert, um von der Normalisierung der Branchenvolumina im Laufe der Zeit zu profitieren. Wir haben außerdem eine Position in Myers Industries aufgebaut, einem diversifizierten Hersteller von Materialtransport- und Schutzprodukten auf Kunststoffbasis Schutzprodukten auf Kunststoffbasis. Nach Jahren der Underperformance aufgrund von und Vernachlässigung organischer Wachstumschancen glauben wir, dass der Fokus des neuen Managements auf interne Investitionen und die Rationalisierung der Präsenz zu verbesserten Finanzergebnissen führen wird. Wir haben außerdem

Wir haben unsere Position

im Sensorhersteller Sensata weiter ausgebaut und unsere Bestände im Contact-Center-Unternehmen Concentrix und im Personalvermittlungsunternehmen Robert Half aufgrund der schwachen Entwicklung. Wir finanzierten diese Käufe durch den Ausstieg aus dem Hotel-REIT DiamondRock und den Abbau von Resideo und Trimas aufgrund der starken Entwicklung. Small-Cap-Aktien sind im Vergleich zu größeren Unternehmen nach wie vor besonders stark unterbewertet, was unsere relative Performance beeinträchtigt hat. Unser Small-Cap Focused Value-Portfolio weiterhin attraktiv bewertet und ist das günstigste Portfolio des gesamten Unternehmens. ■

## PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, Stand: 31. Dezember 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Aufliegung 1.1.96
Pzena Small Cap Focused Value Composite – Brutto	-4,8	-4,4	-4,4	7,6 %	8,9 %	9,0	12,2
Pzena Small Cap Focused Value Composite – Netto	-5,1	-5,4	-5,4	6,6	7,8	7,9	10,9
Russell 2000 Value Index	3,3	12,6	12,6	11,7	8,9	9,3	9,3

Siehe Kalenderjahresrenditen, Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab Seite 28. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

## 10 GRÖSSTE

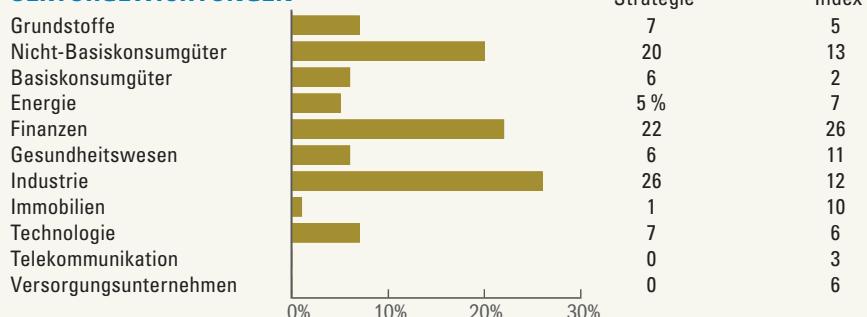
Siehe Anmerkungen zum Portfolio auf Seite 29

	Strategie	Index
Spectrum Brands Holdings, Inc.	4,1	
Webster Financial Corp.	3,4	6,8 12,4x *
Douglas Dynamics, Inc.	3,3	11,3 13,7
Advance Auto Parts, Inc.	3,2	1 1,3
Adient plc	3,1	Median d. Marktkap. (in Mrd. USD) 1,8 0,8
AEBI Schmidt Holdings AG	3,1	Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD) 3,1 3,4
Columbia Banking System	2,8	Aktiver Anteil 96,3 -
Sensata Technologies Holdings	2,8	Standardabweichung (5 Jahre) 23,9 20,2
Concentrix	2,8	Anzahl Aktien (Modellportfolio) 47 1.426
Old National	2,7	
Gesamt	31,3	

## PORTFOLIOMERKMALE

Quelle: Russell 2000® Value, Analyse von Pzena  
\* Median des Small-Cap-Universums;  
Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die Sektorgewichtungen wurden um Barmittel bereinigt und können daher höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen ergibt die Summe möglicherweise nicht 100 %.

# PZENA CREDIT OPPORTUNITIES

Die Kreditmärkte für notleidende Kredite standen im vierten Quartal weiterhin unter Druck, da Investoren bestrebt waren, „riskante“ Engagements – vor allem Schuldtitle mit niedrigerem Rating – unabhängig von den zugrunde liegenden Fundamentaldaten abzubauen. Obwohl unsere Strategie im Laufe des Quartals an Wert verlor, zeigte sie sich seit Jahresbeginn angesichts der Schwäche des von uns fokussierten Segments notleidender Kredite widerstandsfähig.

Die Kredite des Autoteilezulieferers First Brands waren der Hauptgrund für den Rückgang, da die Unsicherheit hinsichtlich des Emittenten nach dessen außerordentlicher Insolvenz im September 2025 anhielt. Als Mitglied eines Ad-hoc-Ausschusses, der die Umstrukturierung des Unternehmens überwacht, haben wir die Situation genau beobachtet. Unterdessen waren Wellpath, ein Anbieter von medizinischen Dienstleistungen für Justizvollzugsanstalten anbietet, und EmployBridge, ein Personaldienstleister für die Leichtindustrie, trugen im Quartal am meisten zum Ergebnis bei. Beide Unternehmen erzielten im dritten Quartal starke Ergebnisse.

die Handelsniveaus unserer Positionen deutlich anzuheben. Diese Investitionen stellen einzigartige Chancen dar und unterstreichen die weitgehend unkorrelierte Natur unserer Strategie im Vergleich zu den breiteren Märkten.

Wir haben eine Position in der brasilianischen Fluggesellschaft Azul in der DIP-Superpriorität (Debtor-in-Possession) aufgebaut.

Anleihen, die einen Kupon von 15 % zahlen und eine Beleihungsquote von nur 29 % aufweisen, basierend auf den im Rahmen des Chapter-11-Verfahrens des Unternehmens durchgeführten Beleihungsgutachten. Wie seine Konkurrenten – darunter LATAM Airlines, Aeromexico, Avianca und Abra Group, in die wir alle im Portfolio investiert haben – war Azul gezwungen, im Mai 2025 Insolvenz nach Chapter 11 anzumelden, aufgrund anhaltender Probleme infolge der COVID-19-Pandemie. Bei den lateinamerikanischen Fluggesellschaften haben wir die vorrangig besicherte Anleihe der Abra Group und die vorrangig besicherte Anleihe von Avianca Ausstieg aus den Anleihen. Diese Anleihen weisen einen geringen Verschuldungsgrad und Kupons von 14 % bzw. 9,5 % auf. Das umfassende Wissen über die globale und lateinamerikanische Luftfahrt, das wir uns angeeignet haben

Unsere Beteiligungen an Delta Air Lines und Wizz Air sowie unsere Fundamentalanalysen und unser Engagement bei Copa Airlines, einem Wettbewerber von Avianca und LATAM, stützen unsere Analyse dieser Emittenten. Außerdem haben wir den neuen DIP-Kredit von First Brands finanziert und gleichzeitig Positionen aufgelöst, die diesem nachrangig wurden. Auch hier haben wir umfassende Branchenperspektive durch Unsere Kapitalbeteiligungen, einschließlich Advance Auto Parts und Genuine Parts Company.

Darüber hinaus haben wir den Term Loan des Spezialchemieunternehmens KIK Consumer Product verkauft, da ein Brand in einer Fabrik im Jahr 2025 die Bandbreite der möglichen Ergebnisse der Anlage erheblich vergrößert hat. Unsere globale Aktienanalyse hat diese Entscheidung ebenfalls bestätigt, da sie auf potenziell anhaltende branchenweite Gegenwinde hindeutet.

Trotz historisch enger Spreads auf den breiteren Märkten für Hochzinsanleihen und Leveraged Loans sehen wir weitaus attraktivere Chancen innerhalb der notleidenden Kredite

Zum Quartalsende lag die Barrendite

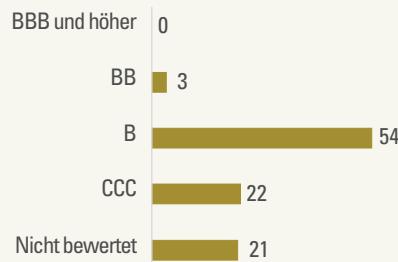
unseres Portfolios bei etwa 10 % und übertraf damit sowohl die Renditen auf den breiteren öffentlichen Kreditmärkten als auch auf dem Direktkreditmarkt. Unser Fokus liegt weiterhin auf einzigartigen Situationen, die im Verhältnis zu den zugrunde liegenden Kreditfundamentaldaten überproportional hohe Renditen bieten und unserer Meinung nach ein für uns äußerst vorteilhaftes Risiko-Ertrags-Profil aufweisen. Dieser Fokus spiegelt sich in der durchschnittlichen Rendite des Portfolios bis zur Fälligkeit von 13,5 % wider, die bei einer moderaten durchschnittlichen Portfolioverschuldung von 3x erzielt wurde. ■

## PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of Dec 31, 2025

	4Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Seit Auflegung 7.1.22
Focused Credit Opportunities Composite – Brutto	-1,8	1,8	1,8	8,1	7,6
Focused Credit Opportunities Composite – Netto	-1,9	1,1	1,1	6,6	6,2

Renditen in USD bis zum 31. Dezember 2025. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Renditen. Die Bruttorenditen werden vor Abzug von Verwaltungsgebühren und Leistungsprämien und nach Abzug von Transaktionskosten und Fremdkapitalkosten ausgewiesen. Die Nettorenditen werden unter Verwendung einer Modellverwaltungsgebühr und einer Leistungsprämie berechnet, die bei ihrer Realisierung monatlich auf die Bruttorenditen angewendet werden. Pzena verwendet die höchste Gebühren- und Anreizsatzstaffelung, um die Auswirkungen der Gebühren auf die Performance-Renditen zu veranschaulichen. Bei Änderungen der Produktgebühren gilt die jeweils aktuelle höchste Staffelung. Die aktuellen „Standard“-Gebührensätze betragen 0,75 % Verwaltungsgebühr und 10 % Anreizvergütung auf Nettogewinne über einer Hochwassermarke, vorbehaltlich einer jährlichen Hürde von 6 % mit Aufholmechanismus. Alle Performance-Zahlen sind vorläufig und können sich ändern.

## KREDITRATING-VERTEILUNG



Gewichtungen um Bargeld bereinigt – können höher erscheinen als tatsächlich. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %. Daten zum 31. Dezember 2025. Quelle: PitchBook Data, Inc.

## PORTFOLIOMERKMALE

Anzahl der Emittenten	36
Mediane Tranchengröße	580 Mio.
Durchschnittlicher Kupon	S+650
Rendite bis zur Fälligkeit*	13,5
Durchschnittliche Laufzeit	2,8 Jahre
Durchschnittliche Nettoverschuldung**	2,95
% mit Covenants	80 %

\* Portfoliogewichtete durchschnittliche Rendite bis zur Fälligkeit

\*\*Der Verschuldungsgrad auf Emissionsebene wird wie folgt berechnet: Emissionsvolumen bei Par/EBITDA. Daten zum 31. Dezember 2025. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Renditen.

## VERTEILUNG NACH KREDITART



Gewichtungen um Bargeld bereinigt – können höher als tatsächlich erscheinen. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %. Daten zum 31. Dezember 2025. Quelle: PitchBook Data, Inc.

## SEKTORGEWICHTUNGEN



Die um Barmittel bereinigten Sektorgewichtungen können höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %. Daten zum 31. Dezember 2025. Quelle: PitchBook Data, Inc.

## Renditen im Kalenderjahr ZAHLEN IN USD

### GLOBAL VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Global Value - Brutto	20,6	-7,3	20,1	6,7	25,0
Global Value - Netto	19,9	-7,8	19,4	6,1	24,3
MSCI World Index	21,8	-18,1	23,8	18,7	21,1
MSCI World Value Index	21,9	-6,5	11,5	11,5	20,8

### INTERNATIONAL VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
International Value - Brutto	12,9	-7,6	19,4	6,4	38,1
International Value - Netto	12,3	-8,1	18,7	5,8	37,3
MSCI EAFE Index	11,3	-14,5	18,2	3,8	31,2
MSCI EAFE Value Index	10,9	-5,6	19,0	5,7	42,2

### INTERNATIONAL SMALL CAP FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Int. Small Cap Focused Value - Brutto	18,0	-0,3	24,0	6,6	30,7 %
Int. Small Cap Focused Value - Netto	16,8	-1,3	22,8	5,5	29,4
MSCI World ex-USA Small Cap Index	11,1	-20,6	12,6	2,8	34,1
MSCI World ex-USA Small Cap Value Index	13,3	-14,0	14,7	3,0	38,6

### EUROPEAN FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
European Focused Value - Brutto	17,2	-6,2	24,8	2,1	41,2
European Focused Value - Netto	16,5	-6,8	24,0	1,4	40,3
MSCI Europe Index	16,3	-15,1	19,9	1,8	35,4
MSCI Europe Value Index	13,2	-7,2	19,7	4,2	48,0

### LARGE CAP VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Large Cap Value - Brutto	29,5	-4,1	17,5	7,1	14,0
Large Cap Value - Netto	29,0 %	-4,5 %	17,0	6,7	13,6
Russell 1000® Value	25,2	-7,5	11,5	14,4	15,9

### FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Focused Value - Brutto	27,2	-6,4	28,7	6,5	8,4
Focused Value - Netto	26,0	-7,4	27,4	5,5	7,3
Russell 1000® Value	25,2	-7,5	11,5	14,4	15,9

### SMALL CAP FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Small Cap Focused Value - Brutto	30,5	-5,8	26,7	3,0	-4,4
Small Cap Focused Value - Netto	29,2	-6,8	25,5	2,0	-5,4
Russell 2000® Value	28,3	-14,5	14,6	8,1	12,6

Siehe Portfoliohinweise/Offenlegungen und wichtige Risikoinformationen ab der folgenden Seite. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden. Die Bruttorenditen werden vor Abzug der Anlageverwaltungsgebühren und nach Abzug der Transaktionskosten ausgewiesen. Die tatsächliche Rendite eines Anlegers wird um die Anlageverwaltungsgebühren reduziert. Die Nettorenditen werden anhand einer Modellgebühr berechnet, die monatlich auf die Bruttorenditen angewendet wird. Pzena verwendet die höchste Gebührenstufe, ohne Leistungsgebühren, um die Auswirkungen der Gebühren auf die Performance-Renditen zu veranschaulichen. Bei Änderungen der Produktgebühren gilt die jeweils aktuelle höchste Gebührenstufe.

### GLOBAL FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Global Focused Value - Brutto	20,2	-7,4	20,8	6,1	25,3
Global Focused Value - Netto	19,3	-8,1	19,9	5,3	24,4
MSCI ACWI Index	18,5	-18,4	22,2	17,5	22,3
MSCI ACWI Value Index	19,6	-7,5	11,8	10,8	22,0

### INTERNATIONAL FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
International Focused Value - Brutto	13,2	-8,7	20,8	8,6	40,0
International Focused Value - Netto	12,3	-9,4	19,9	7,8	39,0
MSCI ACWI ex USA Index	7,8	-16,0	15,6	5,5	32,4
MSCI ACWI ex USA Value Index	10,5	-8,6	17,3	6,0	39,5

### EMERGING MARKETS FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
EM Focused Value - Brutto	7,5	-5,7	22,4	6,6	37,2
EM Focused Value - Netto	6,4	-6,6	21,2	5,5	35,9
MSCI Emerging Markets Index	-2,5	-20,1	9,8	7,5	33,6
MSCI Emerging Markets Value Index	4,0	-15,8	14,2	4,5	32,7

### JAPAN FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Japan Focused Value - Brutto	8,3	0,7	11,6	10,2	31,9
Pzena Japan Focused Value - Netto	7,5	-0,1	10,7	9,3	30,9
TOPIX	0,8	-15,2 %	19,6	7,7	25,3
TOPIX Value	5,5	-5,0	23,9	13,2	34,7

### LARGE CAP FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Large Cap Focused Value - Brutto	30,2	-5,7	20,0	5,0	13,0
Large Cap Focused Value - Netto	29,3	-6,3	19,2	4,3	12,2
Russell 1000® Value	25,2	-7,5	11,5	14,4	15,9

### MID CAP FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Mid Cap Focused Value - Brutto	32,9	-5,0	22,6	1,8	0,4
Mid Cap Focused Value - Netto	31,6	-6,0	21,4	0,8	-0,6
Russell Midcap® Value	28,3	-12,0	12,7	13,1	11,0 %

### FOCUSED CREDIT OPPORTUNITY

	2023	2024	2025
Focused Credit Opportunities Composite - Brutto	14,2	8,6	1,8
Focused Credit Opportunities Composite - Netto	12,0	7,0	1,1 %

# Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen

## PORTFOLIO NOTES

Der Inhalt dieses Dokuments dient ausschließlich zu Informationszwecken und beleuchtet bestimmte Anlagestrategien, die von Pzena Investment Management, LLC („PIM“) verwaltet. Es stellt weder ein Angebot zum Verkauf noch eine Aufforderung zum Kauf einer der hierin genannten Strategien dar.

Die spezifischen Wertpapiere im Portfolio, die im Abschnitt „Kommentar“, „Global Research Review“ und „Stewardship Insights“ dieses Berichts behandelt werden, wurden aufgrund ihrer Eignung ausgewählt, Ihnen unser Anlageprozess näher zu bringen, und nicht aufgrund ihrer Wertentwicklung. Sie stellen nicht alle Wertpapiere dar, die im Laufe des Quartals für unsere Kundenkonten gekauft, verkauft oder empfohlen wurden, und es sollte nicht davon ausgegangen werden, dass Anlagen in solche Wertpapiere rentabel waren oder sein werden. Das im Abschnitt „Hervorgehobene Bestände“ dieses Berichts behandelte Wertpapier (Daikin Industries) wurde im vierten Quartal 2025 in unseren Strategien Global Focused Value, Global Value, International Focused Value, International Value, Japan Focused Value und anderen gehalten. Diese Wertpapiere wurden ausgewählt, um unseren Research-Prozess zu veranschaulichen, und nicht aufgrund ihrer Wertentwicklung. Die Top-10-Bestände unserer Strategien wurden aus dem Strategie-Composite abgeleitet. Die Bestände variieren zwischen den Kundenkonten, da unterschiedliche Produktstrategien ausgewählt wurden. Die Bestände können auch zwischen den Kundenkonten aufgrund von Eröffnungsdaten, Cashflows, Steuerstrategien usw. variieren. Es gibt keine Garantie dafür, dass die hierin besprochenen Wertpapiere zum Zeitpunkt des Erhalts dieses Berichts noch in Ihrem Portfolio enthalten sind oder dass verkaufte Wertpapiere nicht zurückgekauft wurden. Die besprochenen Wertpapiere stellen nicht das gesamte Portfolio eines Kontos dar und machen insgesamt möglicherweise nur einen kleinen Prozentsatz der Portfoliobestände eines Kontos aus.

Die Bruttorenditen werden vor Abzug der Anlageverwaltungsgebühren und nach Abzug der Transaktionskosten ausgewiesen. Die tatsächliche Rendite eines Anlegers wird um die Anlageverwaltungsgebühren reduziert. Die Nettorenditen werden anhand einer Modellgebühr berechnet, die monatlich auf die Bruttorenditen angewendet wird. Pzena verwendet die höchste Gebührenstufe, ohne Leistungsgebühren, um die Auswirkungen der Gebühren auf die Performance-Renditen zu veranschaulichen. Bei Änderungen der Produktgebühren gilt die jeweils aktuelle höchste Gebührenstufe.

## RISIKOHINWEISE

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des Verlusts des Kapitals. Anlagen können in verschiedenen Währungen getätigkt werden, sodass Wechselkursschwankungen zwischen den Währungen zu einem Wertverlust oder Wertzuwachs der Anlagen führen können. Der Kurs von Aktienwerten kann aufgrund wirtschaftlicher oder politischer Veränderungen oder Veränderungen der Finanzlage eines Unternehmens steigen oder fallen, manchmal schnell und unvorhersehbar. Anlagen in ausländischen Wertpapieren sind mit politischen, wirtschaftlichen und Währungsrisiken, einer höheren Volatilität und unterschiedlichen Rechnungslegungsmethoden verbunden. Diese Risiken sind bei Anlagen in Schwellenländern größer. Anlagen in Small-Cap- oder Mid-Cap-Unternehmen Kapitalgesellschaften bergen zusätzliche Risiken wie begrenzte Liquidität und höhere Volatilität als größere Unternehmen. Die Strategien von PIM legen den Schwerpunkt auf einen „Value“-Anlagestil, der auf unterbewertete Unternehmen mit Potenzial für eine Wertsteigerung abzielt. Dieser Anlagestil unterliegt dem Risiko, dass sich die Bewertungen nie verbessern oder dass die Renditen von „Value“-Wertpapieren nicht mit den Renditen anderer Anlagestile oder des Aktienmarktes im Allgemeinen Schritt halten.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Renditen, und die Wertentwicklung von Konten oder gemischten Fonds, die von PIM verwaltet werden, sollte nicht als Indikator für die zukünftige Wertentwicklung von Konten oder gemischten Fonds, die von PIM verwaltet werden, angesehen werden. Die Anlagerendite und der Kapitalwert einer Anlage schwanken im Laufe der Zeit. Die bereitgestellten Informationen zur Wertentwicklung sind historischer Natur.

Die für jede Anlagestrategie dargestellten Performance-Informationen stellen die zusammengesetzte Performance von separaten verwalteten Konten und/oder gemischten Fonds dar (abhängig von der jeweiligen dargestellten Anlagestrategie).

## OFFENLEGUNGEN

London Stock Exchange Group plc und ihre Konzerngesellschaften (zusammenfassend als „LSE Group“ bezeichnet). ©LSE Group 2025. FTSE Russell ist ein Handelsname bestimmter Unternehmen der LSE Group. Russell® ist eine Marke der entsprechenden Unternehmen der LSE Group und wird von allen anderen Unternehmen der LSE Group unter Lizenz verwendet. Alle Rechte an den FTSE Russell-Indizes oder -Daten liegen bei dem jeweiligen Unternehmen der LSE Group, das Eigentümer des Index oder der Daten ist. Weder die LSE Group noch ihre Lizenzgeber übernehmen eine Haftung für Fehler oder Auslassungen in den Indizes oder Daten, und keine Partei darf sich auf die enthaltenen Indizes oder Daten verlassen. in dieser Mitteilung. Eine weitere Verbreitung von Daten der LSE Group ist ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung des jeweiligen Unternehmens der LSE Group nicht gestattet. Die LSE Group fördert, sponsert oder unterstützt den Inhalt dieser Mitteilung nicht.

Der Global Industry Classification Standard („GICS“) wurde von MSCI Inc. („MSCI“) und Standard & Poor's, einem Geschäftsbereich von The McGraw-Hill Companies, Inc., entwickelt und ist deren ausschließliches Eigentum und eine Dienstleistungsmarke.

(„S&P“) ist für die Nutzung durch Pzena Investment Management, LLC („PIM“) lizenziert. Weder MSCI, S&P noch Dritte, die an der Erstellung oder Zusammenstellung des GICS oder von GICS-Klassifikationen beteiligt sind, geben ausdrückliche oder stillschweigende Garantien oder Zusicherungen in Bezug auf diesen Standard oder diese Klassifikation (oder die durch deren Verwendung erzielten Ergebnisse), und alle diese Parteien lehnen hiermit ausdrücklich alle Garantien hinsichtlich der Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktähnlichkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diesen Standard oder diese Klassifikation ab. Ohne Einschränkung des Vorstehenden haften MSCI, S&P und ihre verbündeten Unternehmen oder Dritte, die an der Erstellung oder Zusammenstellung des GICS oder einer GICS-Klassifizierung beteiligt sind, in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere, strafbare, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurden.

Der S&P 500® ist eine eingetragene Marke von Standard & Poor's, einem Geschäftsbereich von The McGraw Hill Companies, Inc., die alle Urheberrechte an diesem Index und den hierin genannten Performance-Statistiken dieses Index besitzt.

Die MSCI-Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten, -produkten oder -indizes verwendet werden.

Keine der MSCI-Informationen stellt eine Anlageberatung oder eine Empfehlung dar, eine Anlageentscheidung zu treffen (oder zu unterlassen), und darf nicht als solche herangezogen werden. Historische Daten und Analysen sollten nicht als Hinweis oder Garantie für zukünftige Performanceanalysen, Prognosen oder Vorhersagen angesehen werden. Die MSCI-Informationen übernimmt das gesamte Risiko für die Verwendung dieser Informationen. MSCI, alle seine verbündeten Unternehmen und alle anderen Personen, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung von MSCI-Informationen beteiligt oder damit verbunden sind (zusammenfassend als „MSCI-Parteien“ bezeichnet), lehnen ausdrücklich alle Gewährleistungen (einschließlich, aber nicht beschränkt auf Gewährleistungen hinsichtlich Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Aktualität, Nichtverletzung von Rechten, Marktähnlichkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck) in Bezug auf diese Informationen ab. Ohne Einschränkung des Vorstehenden haftet keine MSCI-Partei in irgendeinem Fall für direkte, indirekte, besondere, zufällige, strafbare, Folgeschäden (einschließlich, ohne Einschränkung, entgangener Gewinne) oder sonstige Schäden.

Benchmarks dienen ausschließlich zu Vergleichszwecken. Die Indizes Russell, MSCI und TOPIX können nicht direkt investiert werden. Die Strategien von Pzena sind in ihren Beständen deutlich konzentrierter und weisen andere Sektor-/Regionalgewichtungen auf als ihre jeweiligen Benchmarks. Dementsprechend wird die Wertentwicklung der Pzena Composites von der Wertentwicklung der Indizes abweichen und zeitweise volatiler sein. Der Russell 1000® Value Index misst die Wertentwicklung des Large-Cap-Value-Segments des US-Aktienuniversums. Er umfasst diejenigen Russell 1000®-Unternehmen mit niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnissen und niedrigeren erwarteten Wachstumswerten. Der Russell 2000® Value

Index misst die Wertentwicklung des Small-Cap-Value-Segments des US-Aktienuniversums. Er umfasst diejenigen Russell 2000®-Unternehmen mit niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnissen und niedrigeren prognostizierten Wachstumswerten. Der Russell Midcap® Value Index misst die

Wertentwicklung des Midcap-Value-Segments des US-Aktienuniversums. Er umfasst diejenigen Russell Midcap® Index-Unternehmen mit niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnissen und niedrigeren prognostizierten Wachstumswerten. Der MSCI World Index ist ein frei float-bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Wertentwicklung von Aktien aus Industrieländern misst und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich Quellensteuersätzen gemäß den Berechnungen von MSCI angibt. Der MSCI All Country World Index (ACWI) ist ein frei float-bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Wertentwicklung von Aktien aus Industrie- und Schwellenländern misst und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich Quellensteuersätze, wie von MSCI berechnet. Der MSCI EAFE Index ist ein frei float-bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der entwickelt wurde, um zur Messung der Aktienperformance in entwickelten Märkten, mit Ausnahme der USA und Kanadas, und liefert Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich der von MSCI berechneten Quellensteuersätze. Der MSCI ACWI ex USA Index ist ein frei float-bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Aktienperformance in entwickelten und Schwellenmärkten mit Ausnahme der USA misst und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich der von MSCI berechneten Quellensteuersätze liefert. Der MSCI Emerging Markets Index ist ein frei float-bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Aktienmarktpreformance von Schwellenländern messen soll und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich Quellensteuersätzen, wie von MSCI berechnet, liefert. Der MSCI World ex-USA Small Cap Index ist ein frei float-bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Performance von Small-Cap-Aktien aus Industrieländern, mit Ausnahme von den Vereinigten Staaten und liefert Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich der von MSCI berechneten Quellensteuersätze. Der TOPIX Net Total Return Index ist ein frei float-bereinigter, nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der auf der Grundlage aller in der ersten Sektion der TSE notierten inländischen Stammaktien einschließlich Dividenden abzüglich der von TOPIX berechneten Quellensteuersätze berechnet wird. Der MSCI Europe Index ist ein frei float-bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Aktienmarktpreformance der entwickelten Märkte in Europa messen soll und Aktienrenditen einschließlich Dividenden nach Abzug der von MSCI berechneten Quellensteuersätze liefert. Der MSCI World Value Index, der MSCI ACWI Value Index, der MSCI EAFE Value Index, der MSCI ACWI ex USA Value Index, der MSCI Emerging Markets 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 zusammengestellt. Die Merkmale des Value-Investmentsstils für die Indexzusammensetzung werden anhand von drei Variablen definiert: Buchwert im Verhältnis zum Kurs, 12-Monats-Gewinnprognose im Verhältnis 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 bei der US-Börsenaufsichtsbehörde (Securities and Exchange Commission) registrierter Anlageberater. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Verkauf noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren oder Anlageberatungsdienstleistungen in einer Rechtsordnung dar, in der ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung gegen das Gesetz verstößt, oder an Personen, denen gegenüber ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung unzulässig ist, oder wenn die Person, die das Angebot oder die Aufforderung macht, dazu nicht berechtigt ist. Die hierin enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und stellen keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. Potenzielle Anleger werden gebeten, sich hinsichtlich der Auswirkungen einer Anlage in Wertpapieren oder Anlageberatungsdienstleistungen von ihren eigenen professionellen Beratern beraten zu lassen.

## ZUSÄTZLICHE INFORMATIONEN FÜR ANLEGER AUS DER EU:

Diese Marketingmitteilung wird von Pzena Investment Management Europe Limited („PIM Europe“) herausgegeben. PIM Europe (Nr. C457984) ist von der irischen Zentralbank als OGAW-Verwaltungsgesellschaft (gemäß den Vorschriften der Europäischen Gemeinschaften (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) von 2011 in der jeweils gültigen Fassung) zugelassen und reguliert und verfügt über eine zusätzliche Zulassung für die Verwaltung von Anlageportfolios gemäß den Mandaten, die von Anlegern auf diskretionärer, kundenindividueller Basis erteilt werden, wobei diese Portfolios eines oder mehrere der in Abschnitt C des Anhangs zu den MiFID-Vorschriften (Markets in Financial Instruments) von 2017 (S.I. Nr. 375 von 2017) in der jeweils gültigen Fassung aufgeführten Anlageinstrumente umfassen, sowie Anlageberatung in Bezug auf eines oder mehrere der in Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2004/39/EG aufgeführten Instrumente. PIM Europe ist in Irland beim Companies Registration Office (Nr. 699811) registriert und hat seinen Sitz in Büro in Riverside One, Sir John Rogerson's Quay, Dublin, 2, Irland. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit Die Wertentwicklung in

der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Der Wert Ihrer Anlage kann sowohl steigen als auch fallen, und Sie erhalten bei Rücknahme möglicherweise nicht den gesamten Betrag Ihrer ursprünglichen Anlage zurück. Die hierin enthaltenen Ansichten und Aussagen sind die von Pzena Investment Management und basieren auf internen Recherchen.

## NUR FÜR INVESTOREN 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 CISCA registriert und zugelassen.

Dieses Dokument di ent ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder zur Zeichnung bestimmter Anlagen dar. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Wir lehnen daher jede Haftung für Verluste, Verbindlichkeiten, Schäden (unabhängig davon, ob es sich um direkte oder Folgeschäden handelt) oder Aufwendungen jeglicher Art ab, die sich aus der Verwendung oder dem Vertrauen auf die Informationen ergeben oder direkt oder indirekt darauf zurückzuführen sind.

Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) 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. CIS werden zum aktuellen Kurs gehandelt und können Wertpapierleihegeschäfte tätigen. Eine Übersicht über Gebühren, Entgelte und maximale Provisionen ist auf Anfrage beim Manager erhältlich. Ein CIS kann für neue Anleger geschlossen werden, um es gemäß seinem Mandat effizienter zu verwalten. Es gibt keine Garantie für das Kapital oder die Renditen eines Portfolios. Repräsentanz: Prescient Management Company (RF) Ltd ist gemäß dem Collective Investment Schemes Control Act (Nr. 45 von 2002) registriert und zugelassen. Weitere Informationen wie Fondspreise, Gebühren, Broschüren, Mindestangaben und Antragsformulare finden Sie unter [www.pzena.com](http://www.pzena.com).

© Pzena Investment Management, LLC, 2026. Alle Rechte vorbehalten.

