



Produktion von DRAM-Chips: Preis-Hype aufgrund von Lieferengpässen. (Foto: KI-generiert)

Emerging Markets: Warum Value-Investing sich genau jetzt lohnt

Halbleiteraktien trieben die Emerging-Markets-Indizes zuletzt auf neue Höhen. Geduldige Value-Investoren schauen dem Hype gelassen zu und positionieren sich bereits für die Zeit nach der bereits absehbaren Korrektur.

Der MSCI Emerging Markets Index hat in diesem Jahr bereits mehr als 22 Prozent zugelegt — ein Kursfeuerwerk, das fast ausschließlich einer einzigen Branche zu verdanken ist: Halbleitern. Der Hintergrund: Allein TSMC, Samsung und SK Hynix machen zusammen fast 29 Prozent des MSCI Emerging Markets Index aus. Die massiven Kursgewinne dieses Trios haben den Index nach oben mitgerissen. Taiwan spielt in diesem Kontext eine Sonderrolle. Die Inselrepublik ist das größte Einzelland im MSCI Emerging Markets Index mit einem Anteil von 24,8 Prozent. Allein Taiwans Halbleiterindustrie-Aktien steuern 16,2 Prozent zum gesamten Index bei. Wer also einen EM-ETF im Depot hat, hat de facto eine konzentrierte Wette auf Speicherchips abgeschlossen — ob er es weiß oder nicht.

Der Treiber der EM-Hausse ist bekanntermaßen der Boom rund um das Thema Künstliche Intelligenz (KI). Die riesige Nachfrage nach Hochleistungsrechnern hat die Nachfrage nach Dynamic Random Access Memory, kurz DRAM, in die Höhe getrieben. Zu den wichtigsten Herstellern dieser Speicher-Chips zählen Unternehmen wie etwa Samsung Electronics oder SK Hynix. Deren Aktien sind allein in diesem Jahr um über 100 beziehungsweise fast 200 Prozent gestiegen. Die Margen dieser Hersteller befinden sich nahe historischer Höchststände. Das klingt nach einer verlockenden Geschichte — für alle, die nicht wissen, wie diese Geschichten in der Regel enden.

Die Physik des Booms

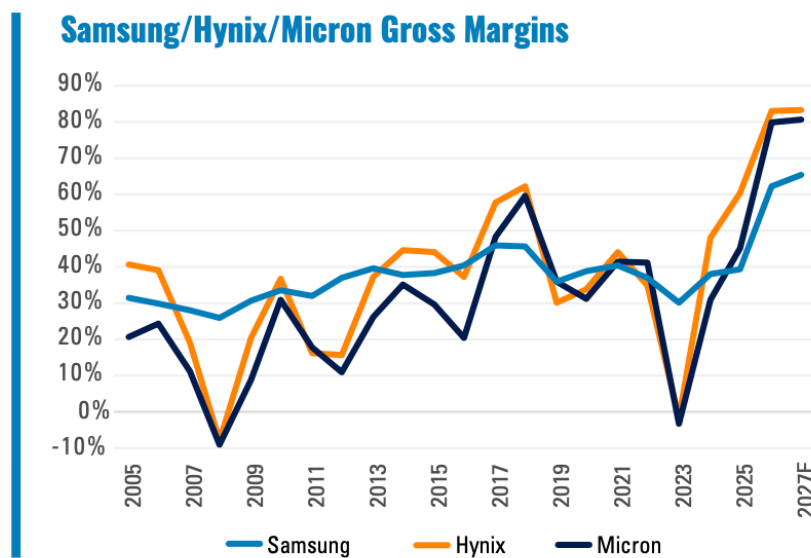
Das Geschäftsmodell der Speicherchiphersteller ist schlicht: Wie das New Yorker Vermögensverwaltungshaus Pzena Investment Management in einer aktuellen Analyse aufzeigt, sind die Produktionskosten pro Gigabit weitgehend fix. Verdreifacht sich der Verkaufspreis,

versechsfacht sich für die Produzenten der Bruttogewinn — und die Bruttomarge verdoppelt sich von 40 auf 80 Prozent (siehe Grafik).

	Normal	Boom	% Change
DRAM Price	100	300	200%
Gross Profit	40	240	500%
Gross Margin	40%	80%	100%

Das Beispiel geht von einer Basisbruttomarge von 40 % aus, was in etwa der normalisierten Margenbandbreite entspricht, die bei den großen DRAM-Herstellern (Samsung, SK Hynix, Micron) im vergangenen Jahrzehnt zu beobachten war. Quelle: Pzena.

Ein mechanischer Hebel, der im Boom nach oben drückt, im Abschwung leider aber genauso schonungslos nach unten. Was für die Branche in der Regel schmerzhaft ist. Denn Chipfabriken brauchen Jahre zum Bau und zum Hochfahren. Steigen die DRAM-Preise, fließt oft ein Großteil der Gewinne direkt in den Neubau von Fabriken. Sinken die Preise wieder, haben die Hersteller mit insgesamt erhöhten Kosten durch die neu geschaffenen Produktionskapazitäten zu kämpfen – bei gleichzeitig schnell sinkenden Margen.



Source: Company reports, Capital IQ estimates, Pzena analysis

Über drei Jahrzehnte hinweg ist die Speicherchipindustrie diesem vorhersehbaren Muster gefolgt: Preise steigen, Hersteller überinvestieren, Angebot flutet den Markt, Preise brechen ein. In früheren Zyklen fielen Umsätze um 25 bis 40 Prozent, die Margen brachen von über 50 Prozent auf die Verlustzone ein, und die Aktienkurse halbierten sich.

Die aktuelle Lage hat zwar besondere Züge: DRAM-Chips sind zwar technisch anspruchsvoll und kaum substituierbar, die Kapazitätsplanung läuft disziplinierter als früher, und Hyperscaler wie Microsoft oder Google sichern sich Lieferverträge über mehrere Jahre. Dennoch warnen seriöse Marktbeobachter vor blinder Euphorie. Der Halbleiteranalysedienst Semianalysis etwa kommt zu dem Schluss, dass KI-getriebene Hochpreis-Zyklen in der Speicherbranche historisch nicht nachhaltig waren: Hohe Profitabilität zieht erfahrungsgemäß aggressive Kapitalinvestitionen und schnellen Kapazitätsaufbau nach sich, was regelmäßig zu Überangebot und anschließenden Marktkorrekturen geführt hat.

Pzena selbst formuliert es so: „Die geplanten Kapazitätserweiterungen von Samsung, SK Hynix und Micron in den Jahren 2027 und 2028, kombiniert mit chinesischen Anbietern, die in Teilen des Marktes Fuß fassen, deuten auf eine Entspannung des Ungleichgewichts hin. Angesichts des hohen operativen Hebels in der Branche könnten die Folgen für Preise, Margen und Gewinne erheblich sein, sobald das Pendel zurückschlägt.“

Was ein Value-Investor anders macht

Genau hier trennt sich die Spreu vom Weizen. Das Portfoliomanagement-Team der Pzena Emerging Markets Focused Value Strategy — zu dem Caroline Cai, Allison Fisch, Akhil Subramanian und Rakesh Bordia gehören — hat im laufenden Jahr bewusst darauf verzichtet, dem Chip-Hype zu folgen. Der IT-Sektor ist im Portfolio mit 17 Prozent gewichtet, verglichen mit 43 Prozent im MSCI EM Index. Das Resultat: In einem Jahr, in dem der Index mehr als 25 Prozent zulegte, erreichte die Strategie bislang rund 13 Prozent — ein erheblicher kurzfristiger Rückstand gegenüber klassischen EM-Indizes.

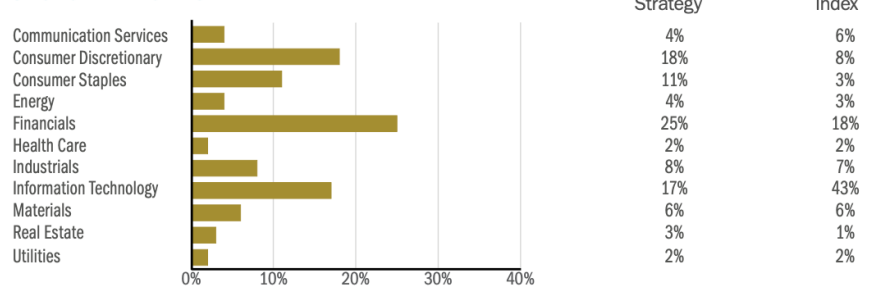
Das Beispiel geht von einer Basisbruttomarge von 40 % aus, was in etwa der normalisierten Margenbandbreite entspricht, die bei den großen DRAM-Herstellern (Samsung, SK Hynix, Micron) im vergangenen Jahrzehnt zu beobachten war. Quelle: Pzena

In der kurzfristigen Betrachtung könnte man darin ein Manko erkennen. Für diejenigen, die die Geschichte des Value Investing kennen, ist es ein Qualitätssignal. Das Portfolio handelt zum 9,3-fachen Kurs der normalisierten Ertragsschätzungen — der MSCI EM Index zum 19,8-fachen. Statt Risiko im Portfolio aufzubauen und Chiphersteller mit stratosphärischen Bewertungen zu kaufen, hält Pzena beispielsweise Positionen in brasilianischen Energieunternehmen und Getränkeherstellern sowie koreanischen Autoreifenproduzenten — Unternehmen aus den Emerging Markets, die im Schatten der Halbleitereuphorie von der Anlegergemeinde noch vernachlässigt werden und deshalb günstig zu haben sind.

PZENA EMERGING MARKETS FOCUSED VALUE

As of May 31, 2026
For Professional Investors Only

SECTOR WEIGHTS



Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Index is the MSCI Emerging Markets Index. Numbers may not add to 100% due to rounding.

Das ist keine Nischenstrategie, sondern ein datengestützter Langzeitansatz. Studien zeigen: Über rollende Fünfjahres-Zeiträume hinweg schnitten die günstigsten 20 Prozent der Aktien im MSCI-EM-Universum den Index in 75 Prozent aller Perioden, und zwar mit einer durchschnittlichen jährlichen Überrendite von 7,96 Prozent. Für Pzena gilt: Seit Auflegung seiner EM Value-Fonds im Jahr 2008 liegt die annualisierte Bruttorendite bei 7,0 Prozent gegenüber 4,3 Prozent für den MSCI Emerging Markets Index — eine kumulative Differenz, die sich über fast zwei Jahrzehnte beträchtlich summiert. Das zeigt eindrücklich, dass ein Value-Ansatz kurzfristig weniger stark performen kann als der Rest des Marktes — oft dann, wenn Momentum-Phasen die Indizes dominieren. Langfristig aber zählt, wer nicht zu viel für seine Investitionen bezahlt hat.

PERFORMANCE SUMMARY (USD)	Annualized as of May 31, 2026						
	1M	QTD	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Gross	1.2%	8.3%	13.0%	40.4%	24.2%	12.1%	13.5%
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Net	1.1%	8.1%	12.5%	39.1%	23.0%	11.0%	12.4%
MSCI Emerging Markets Index	9.7%	25.8%	25.6%	54.3%	25.2%	7.5%	10.7%
MSCI Emerging Markets Value Index	10.2%	24.0%	25.4%	52.3%	24.7%	9.5%	10.1%

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Renditen zu. Die Renditen können gegebenenfalls durch Währungsschwankungen positiv oder negativ beeinflusst werden.

*Die Bruttorenditen werden vor Abzug von Anlageverwaltungsgebühren und nach Abzug von Transaktionskosten ausgewiesen. Die tatsächliche Rendite eines Anlegers verringert sich um die Anlageverwaltungsgebühren. Die Netto Renditen werden anhand einer Modellgebühr ermittelt, die monatlich auf die Bruttorenditen angewendet wird. Pzena verwendet die Gebührenstruktur der höchsten Stufe, um die Auswirkungen der Gebühren auf die Wertentwicklungsrenditen zu veranschaulichen. Bei Änderungen der Produktgebühren gilt die jeweils aktuelle Gebührenstruktur der höchsten Stufe.

**Die bereitgestellten Informationen beziehen sich auf Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich der von MSCI berechneten Quellensteuersätze. Alle Wertentwicklungszahlen sind vorläufig und können sich ändern.

Die versteckte Gefahr im ETF

Einen wichtigen Aspekt sollten Anlageberater und Vermögensverwalter zudem beachten: Wer seinen Kunden einen EM-ETF empfiehlt und dabei auf breite Diversifikation verweist, sollte sich die Indexstruktur genauer ansehen. Der IT-Sektor ist auf fast 37 Prozent des MSCI EM gestiegen, getrieben vor allem durch den Anstieg der Marktkapitalisierungen taiwanesischer und koreanischer Halbleiterunternehmen. Ein passives EM-Investment ist heute faktisch ein konzentriertes Chipwetten-Vehikel. Das ist kein Problem, solange der Boom anhält. Es wird zum Problem, wenn er

endet. In früheren DRAM-Zyklen haben Aktienkurse den fundamentalen Wendepunkt typischerweise um ein bis zwei Quartale vorweggenommen — die Korrektur kommt schnell und scharf, bevor die Gewinne einbrechen. Aktuell deuten erste Anzeichen am Aktienmarkt bereits auf eine mögliche Trendwende hin. Die Volatilität der Aktienkurse von Samsung Electronics und SK Hynix ist in den vergangenen Wochen stark angestiegen. Dabei gab es teilweise Tagesverluste von sieben bis zehn Prozent, die in den anschließenden Erholungsphasen nicht komplett wieder aufgeholt werden konnten. Mit anderen Worten: Investoren werden zunehmend nervös für diesen Sektor.

Vorausschauend agieren anstatt einem abgefahrenen Zug hinterherrennen

Pzenas Strategie ist für genau solche Szenarien positioniert: Die günstigen, substanzstarken Unternehmen abseits des Hypes sind es, die im Moment der Normalisierung ihre relative Stärke ausspielen. Nicht weil die Portfoliomanager des Vermögensverwalters Propheten wären, sondern weil sie konsequent vermeiden, zu viel zu bezahlen — und sich damit die Möglichkeit des Erfolgs strukturell offenhalten. Fazit: Wer dem Markt hinterherrennt, kauft meist teuer. Wer wartet, bis dieser Markt irrational wird, kauft an anderer Stelle günstig ein. Derzeit ist der Markt bei Chips sehr irrational. Der Abstand zur Realität wird eines Tages kleiner werden. Die Frage ist nur, wann. Mit der Pzena Emerging Markets Focused Value Strategie können sich Anleger jetzt rechtzeitig für diesen Moment positionieren.

English Translation (deepL)

DRAM Chip Production: Price Hype Due to Supply Bottlenecks. (Photo: AI-generated)

Emerging Markets: Why Value Investing Pays Off Right Now

Semiconductor stocks have recently driven emerging-market indices to new highs. Patient value investors are watching the hype with equanimity and are already positioning themselves for the period following the correction that is already on the horizon.

The MSCI Emerging Markets Index has already gained more than 22 percent this year—a price surge that is almost entirely attributable to a single sector: semiconductors. The reason: TSMC, Samsung, and SK Hynix alone account for nearly 29 percent of the MSCI Emerging Markets Index. The massive price gains of this trio have propelled the index upward. Taiwan plays a special role in this context. The island republic is the largest single country in the MSCI Emerging Markets Index, with a 24.8 percent share. Taiwan's semiconductor industry stocks alone account for 16.2 percent of the total index. So anyone who holds an EM ETF in their portfolio has, in effect, placed a concentrated bet on memory chips—whether they realize it or not.

As is well known, the driver of the emerging markets rally is the boom in artificial intelligence (AI). The massive demand for high-performance computers has driven up demand for dynamic random

access memory (DRAM). Among the leading manufacturers of these memory chips are companies such as Samsung Electronics and SK Hynix. Their stocks have risen by over 100 percent and nearly 200 percent, respectively, this year alone. These manufacturers' margins are near historic highs. That sounds like an enticing story—for anyone who doesn't know how these stories usually end.

The Physics of the Boom

The business model of memory chip manufacturers is simple: As the New York-based asset management firm Pzena Investment Management points out in a recent analysis, production costs per gigabit are largely fixed. If the selling price triples, the producers' gross profit increases sixfold—and the gross margin doubles from 40 to 80 percent (see chart).

This example assumes a base gross margin of 40%, which roughly corresponds to the normalized margin range observed among the major DRAM manufacturers (Samsung, SK Hynix, Micron) over the past decade. Source: Pzena.

A mechanical lever that pushes prices upward during a boom but, unfortunately, pulls them just as ruthlessly downward during a downturn. This is usually painful for the industry. That's because chip factories take years to build and ramp up. When DRAM prices rise, a large portion of the profits often flows directly into the construction of new factories. When prices fall again, manufacturers have to contend with overall increased costs due to the newly created production capacity—while margins are rapidly shrinking at the same time.

For over three decades, the memory chip industry has followed this predictable pattern: prices rise, manufacturers overinvest, supply floods the market, and prices collapse. In earlier cycles, revenue fell by 25 to 40 percent, margins plummeted from over 50 percent into the red, and stock prices were cut in half.

The current situation does have some unique characteristics: DRAM chips are technically sophisticated and difficult to substitute, capacity planning is more disciplined than in the past, and hyperscalers like Microsoft and Google are securing multi-year supply contracts. Nevertheless, reputable market observers are warning against blind euphoria. The semiconductor analysis service Semianalysis, for example, concludes that AI-driven high-price cycles in the memory industry have historically been unsustainable: Experience shows that high profitability leads to aggressive capital investments and rapid capacity expansion, which has regularly resulted in oversupply and subsequent market corrections.

Pzena itself puts it this way: "The planned capacity expansions by Samsung, SK Hynix, and Micron in 2027 and 2028, combined with Chinese suppliers gaining a foothold in parts of the market, point to a easing of the imbalance. Given the high operating leverage in the industry, the consequences for prices, margins, and profits could be significant once the pendulum swings back."

What Sets a Value Investor Apart

This is exactly where the wheat is separated from the chaff. The portfolio management team of the Pzena Emerging Markets Focused Value Strategy—which includes Caroline Cai, Allison Fisch, Akhil Subramanian, and Rakesh Bordia—has deliberately refrained from following the chip hype this year. The IT sector accounts for 17 percent of the portfolio, compared to 43 percent in the MSCI EM Index.

The result: In a year in which the index gained more than 25 percent, the strategy has so far returned around 13 percent—a significant short-term lag behind traditional EM indices.

From a short-term perspective, this might be seen as a shortcoming. For those familiar with the history of value investing, however, it is a sign of quality. The portfolio trades at 9.3 times normalized earnings estimates—the MSCI EM Index trades at 19.8 times. Instead of building up risk in the portfolio and buying chipmakers with stratospheric valuations, Pzena holds positions, for example, in Brazilian energy companies and beverage manufacturers, as well as Korean tire manufacturers—companies from emerging markets that are still overlooked by the investment community in the shadow of the semiconductor euphoria and are therefore available at attractive prices.

This is not a niche strategy, but a data-driven long-term approach. Studies show that, over rolling five-year periods, the cheapest 20 percent of stocks in the MSCI EM universe outperformed the index in 75 percent of all periods, with an average annual excess return of 7.96 percent. For Pzena, the track record since the launch of his EM Value funds in 2008 shows an annualized gross return of 7.0 percent compared to 4.3 percent for the MSCI Emerging Markets Index—a cumulative difference that adds up significantly over nearly two decades. This clearly demonstrates that a value approach may underperform the rest of the market in the short term—often when momentum phases dominate the indices. In the long term, however, what matters is not having overpaid for one's investments.

PERFORMANCE SUMMARY (USD)	Annualized as of May 31, 2026						
	1M	QTD	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Gross	1.2%	8.3%	13.0%	40.4%	24.2%	12.1%	13.5%
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Net	1.1%	8.1%	12.5%	39.1%	23.0%	11.0%	12.4%
MSCI Emerging Markets Index	9.7%	25.8%	25.6%	54.3%	25.2%	7.5%	10.7%
MSCI Emerging Markets Value Index	10.2%	24.0%	25.4%	52.3%	24.7%	9.5%	10.1%

Past performance does not predict future returns. Returns could be impacted, positively or negatively, by currency fluctuations, where applicable.

**Gross rates of return are presented gross of investment management fees and net of the deduction of transaction costs. An investor's actual return will be reduced by investment management fees. Net Returns are derived using a model fee applied monthly to Gross returns. Pzena uses the highest tier fee schedule to illustrate the impact of fees on performance returns. As product fees change, the current highest tier schedule will be in effect.*

***The information provided is for equity returns including dividends net of withholding tax rates as calculated by MSCI. All performance numbers are preliminary and subject to change*

The Hidden Danger in ETFs

Investment advisors and asset managers should also keep one important aspect in mind: Anyone recommending an EM ETF to clients while citing broad diversification should take a closer look at the index structure. The IT sector has risen to nearly 37 percent of the MSCI EM, driven primarily by the rise in market capitalizations of Taiwanese and Korean semiconductor companies. A passive EM investment is effectively a concentrated bet on chips today. This isn't a problem as long as the boom continues. It becomes a problem when it ends. In previous DRAM cycles, stock prices have typically anticipated the fundamental turning point by one to two quarters—the correction comes quickly and sharply before earnings plummet. Currently, early signs in the stock market are already pointing to a possible trend reversal. The volatility of Samsung Electronics' and SK Hynix's stock prices has risen

sharply in recent weeks. In some cases, there were daily losses of seven to ten percent, which could not be fully recouped during the subsequent recovery phases. In other words: investors are becoming increasingly nervous about this sector.

Acting proactively instead of chasing a runaway train

Pzena's strategy is positioned for precisely such scenarios: It is the undervalued, fundamentally strong companies—those outside the hype—that demonstrate their relative strength once the market normalizes. Not because the portfolio managers at the asset management firm are prophets, but because they consistently avoid paying too much—and thus structurally keep the door open to success. Conclusion: Those who chase the market usually end up paying a high price. Those who wait until the market becomes irrational can buy cheaply elsewhere. Currently, the market for chips is highly irrational. The gap between the market and reality will narrow one day. The only question is when. With the Pzena Emerging Markets Focused Value Strategy, investors can position themselves now in time for that moment.