Während KI-Ausgaben die Märkte antrieben, haben wir Gewinner bei japanischen Komponenten und US-Managed-Care reduziert und uns dort engagiert, wo die Furcht den Fundamentaldaten vorauseilte: Unternehmenssoftware, China und ein europäischer Reifenhersteller.

Das dritte Quartal 2026 bot Anlegern reichlich Anlass zur Vorsicht. Eine Lösung des Iran-Kriegs bleibt aus, was über höhere Energiepreise die Inflationssorgen nährte und die Renditen weltweit nach oben trieb. Dennoch nahmen Anleger dies weitgehend gelassen hin, da beispiellose Ausgaben für künstliche Intelligenz (KI) die Aktienmärkte weiter stützten. Vor diesem Hintergrund entwickelten sich unsere Portfolios strategieübergreifend überwiegend besser als ihre Benchmarks, angeführt von unseren Technologiewerten – darunter sowohl direkte Profiteure der wachsenden KI-Lieferkette als auch vermeintliche KI-„Verlierer", die sich erholten, nachdem sie im diesjährigen „SaaSpocalypse"-Ausverkauf unterschiedslos mitgerissen worden waren. Mehrere unserer großen Gesundheitspositionen profitierten zuletzt von besseren Fundamentaldaten, während chinesische Aktien ein De-Rating erfuhren, was uns veranlasste, ausgewählte Positionen aufzustocken.

Globale Bewertungen: Mittelwerte des Kurs-Normalgewinn-Verhältnisses

Stand: 30. September 2026

	Cheapest Quintile P/N[1]	Universe Median P/N[2]
Global	7.4	13.6
U.S.	6.5	12.4
Europe	7.6	12.5
Japan	8.7	14.4
Emerging Markets	7.8	16.9

Quelle: Analyse von Pzena
1. Das „günstigste Quintil" umfasst die günstigsten 20 % der Aktien, basierend auf Pzenas Schätzungen ihrer Kurs-Normalgewinn-Verhältnisse, gemessen auf gleichgewichteter Basis innerhalb der jeweiligen Universen (wie unten definiert).
2. Die Universen umfassen die nach Marktkapitalisierung größten Aktien jeder Region: ~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.

WERT IM SAASPOCALYPSE FINDEN

In den ersten Monaten des Jahres 2026 trennten sich Anleger massenhaft von Unternehmenssoftware-Aktien, aus Sorge, KI werde deren Geschäftsmodelle disintermediieren oder ganz zerlegen. Die rasch fortschreitende Technologie wird Software zweifellos verändern, doch ihre Wirkung wird nicht einheitlich sein. Der unterschiedslose Verkaufsdruck eröffnete uns überzeugende Einstiegspunkte bei drei Unternehmen, deren Bewertungen sich aus unserer Sicht deutlich von ihrer normalisierten Ertragskraft gelöst hatten.

SAP, Europas größtes reines Softwareunternehmen, ist ein führender Anbieter von Enterprise-Resource-Planning-Lösungen (ERP) und befindet sich mitten in der Kundenmigration von der On-Premise-Suite ECC zum modernisierten, cloudorientierten Angebot HANA. SAP ist für seine Kunden geschäftskritisch und steuert komplexe Prozesse wie Lieferkettenmanagement, Lohnabrechnung, Steuern und Jahresabschluss. ERP-Einführungen können mehr als zwölf Monate dauern, und die Wechselkosten sind enorm – daraus resultiert eine äußerst stabile, gebundene Kundenbasis von 400.000 Kunden[1]. Wir erwarten, dass der Großteil dieser Basis zu HANA migriert und SAP dabei über zusätzliche Dienstleistungen nach der Migration Mehrumsatz erzielt. Hinzu kommt Margenpotenzial, da das Unternehmen KI zur Beschleunigung der Softwareentwicklung nutzt. Wir haben die SaaSpocalypse-Schwäche genutzt und die Aktie zu unter dem 9-Fachen unserer Schätzung des normalen Gewinns gekauft.

Seit Ende 2025 bauen wir unsere Beteiligung an Amdocs aus, einem Anbieter unverzichtbarer Abrechnungssoftware für die weltgrößten Telekommunikationsanbieter, nachdem das Bewertungsmultiple wegen Sorgen um KI-Disruption und Umsatzwachstum eingebrochen war. In den letzten rund zwölf Monaten – in denen Amdocs den Umsatz steigerte, die operative Marge ausweitete und über 638 Mio. US-Dollar freien Cashflow erwirtschaftete, rund 10 % seiner Marktkapitalisierung – verlor die Aktie etwa ein Drittel ihres Werts[2]. Wir halten dieses De-Rating für nicht gerechtfertigt, angesichts der hohen Cash-Conversion, des historisch stabilen Margenprofils und des zunehmend stabilen Umsatzmixes: Das wiederkehrende Managed-Services-Geschäft macht inzwischen 67 % des Gesamtumsatzes aus, nach 60 % vor zwei Jahren[3]. Parallel führt das Management intern KI-Werkzeuge

1 Unternehmensangaben
2 FactSet, Analyse von Pzena
3 Unternehmensangaben, Analyse von Pzena

ein, die in der Softwareentwicklung bereits spürbare Effizienzgewinne bringen und zur Margenausweitung beitragen. Amdocs will seine tiefe Telekom-Expertise nutzen, um die zentrale Plattform für den Einsatz agentischer KI bei seinen Kunden zu entwickeln, und hat dafür kürzlich ein Betriebssystem vorgestellt. Trotz solider Fundamentaldaten und einer dominanten Stellung in der Telekom-IT bleibt die Bewertung mit unter dem 6-Fachen unserer Schätzung des normalen Gewinns besonders anspruchslos.

SS&C, ein globaler Anbieter zentraler Software und Dienstleistungen für die Finanzbranche, fiel dem SaaSpocalypse-Ausverkauf ebenfalls zum Opfer. Aus unserer Sicht teilt SS&C viele Merkmale mit SAP: geschäftskritisch, mit stabiler Kundenbasis und eingebettet in einen Sektor mit ständig wechselnder Regulierung und Datenschutzanforderungen. SS&Cs Kunden sind risikoavers und wechseln ungern den Anbieter, was sich in einer Kundenbindungsrate von 97 %[4] zeigt. Im ersten Halbjahr 2026 fiel die Aktie um 28 %, obwohl das Unternehmen positives organisches Wachstum gegenüber dem Vorjahr lieferte und die Mitarbeiterzahl konstant hielt. Wie SAP findet auch SS&C Wege, KI zur Produktivitätssteigerung zu nutzen. Wir haben die Schwäche genutzt, um unsere Position aufzustocken.

EIN TAUSCH BEI EUROPÄISCHEN REIFEN

Die Aktie des deutschen Reifenherstellers Continental war in den zwei Jahren seit Juni 2024 – kurz bevor das Management die Abspaltung des Nicht-Reifen-Geschäfts ankündigte – um über 94 % gestiegen und hatte die Branche damit um rund 66 Prozentpunkte übertroffen[5]. Der Bewertungsabstand zum Wettbewerber Pirelli verengte sich in dieser Zeit entsprechend, und wir haben einen Teil des Engagements zum italienischen Hersteller verlagert – aus unserer Sicht das qualitativ bessere Geschäft bei vergleichbarer Bewertung. Pirelli hinkt vor allem wegen eines Aktionärsüberhangs hinterher: Dem größten Anteilseigner, dem chinesischen Staatskonzern Sinochem, wurden unter Italiens Golden-Power-Regime zentrale Governance-Rechte entzogen; ein Ausstieg wird erwartet. Wir sehen diesen Verkaufsdruck als rein technisch und nicht als Folge schwächerer Fundamentaldaten. Pirelli weist den höchsten Premiumanteil und die höchsten Margen der Branche auf und ist damit dem Preiswettbewerb günstiger asiatischer Hersteller am wenigsten ausgesetzt – diese konzentrieren sich auf das Segment geringerer Wertigkeit, in dem Continental erheblich stärker engagiert ist.

ÜBER DIE NEGATIVE CHINA-STIMMUNG HINAUSBLICKEN

Chinesische Aktien lagen in den vergangenen Quartalen darnieder, da Handelsspannungen und makroökonomische Sorgen – insbesondere der angeschlagene Immobiliensektor und seine Bremswirkung auf den Binnenkonsum – erneut in den Vordergrund rückten. Wir haben diese breite Schwäche genutzt, um mehrere Unternehmen aufzustocken, bei denen kurzfristiger Makrogegenwind und unternehmensspezifische Themen aus unserer Sicht eine dauerhafte langfristige Ertragskraft verdecken.

Der Internetkonzern Tencent gilt als KI-Nachzügler, weil ihm schlagzeilenträchtiges Cloud-Wachstum, eigene anwendungsspezifische integrierte Schaltkreise (ASICs) und führende große Sprachmodelle (LLMs) fehlen; tatsächlich verfügt er über alle drei in gewissem Maße. Anders als globale Hyperscaler richtet Tencent den Großteil seiner Rechenzentrumsinvestitionen auf die interne Nachfrage seiner Kerngeschäfte Gaming und Werbung aus. Wir halten die Integration von KI in Tencents Geschäfte, etwa zur besseren Werbeaussteuerung, für eine Investitionsgelegenheit mit geringerem Risiko und höherer Rendite.

Sunny Optical, der weltgrößte Anbieter von Handy- und Fahrzeugobjektiven, kämpft mit stark steigenden Speicherchippreisen, die die

4 Unternehmensangaben
5 MSCI AC World / Automobile Components GICS Industry, Juni 2024 – Juni 2026

Absatzmengen seiner Kunden belasten. Wir halten diesen Gegenwind für zyklisch und sehen für Sunny die Chance, über Aufträge bei Apple Marktanteile zu gewinnen. Zudem dürfte der strukturell höhere Kameraanteil pro Fahrzeug das langfristige Gewinnwachstum stützen.

Beim Bekleidungshersteller Shenzhou International fielen die Margen auf das Niveau der Pandemiezeit, bedingt durch Schwäche bei den Großkunden Nike und Puma sowie höhere Rohstoff- und Zollteilungskosten. Wir sehen Shenzhous unerreichte Größe und vertikale Integration als intakt an, gestützt durch eine solide Nettoliquidität.

Schließlich steht Kunlun Energy, die Stadtgas-Tochter von PetroChina, unter dem Druck einer aus unserer Sicht vorübergehenden Nachfrageschwäche. Kunlun ist auf Westchina konzentriert, wo die wichtigsten Gasfelder des Landes liegen und eine wachsende industrielle Kundenbasis zunehmend von Kohle auf Gas umstellt. Angesichts dieser vorteilhaften Aufstellung, des diversifizierten Geschäftsmixes und der Nettoliquidität war Kunlun für uns der bevorzugte Weg, an einer erwarteten Erholung der Stadtgasmengen teilzuhaben.

GEWINNMITNAHMEN BEI MANAGED CARE

Die US-Medicare-Advantage-Versicherer CVS Health (Aetna) und Humana legten im zweiten Quartal dieses Jahres deutlich zu, da sie gezielte Marktaustritte, Leistungskürzungen und Tarifanpassungen erfolgreich umsetzten, während sich die medizinischen Kostentrends im Rahmen ihrer Annahmen bewegten. Bei Humana sind die Sorgen vor negativer Selektion infolge des raschen Mitgliederwachstums verflogen, während CVS bei der Aetna-Sanierung erheblich an Glaubwürdigkeit zurückgewonnen hat. Da diese Erholung nun stärker in den Kursen abgebildet ist, haben wir beide Positionen bei Stärke reduziert.

JAPANISCHE KOMPONENTEN IM RECHENZENTRUMS-BOOM

Ebenfalls bei Stärke reduziert haben wir Murata, TDK und MinebeaMitsumi, da der weltweite Ausbau von KI-Rechenzentren die Nachfrage in zentralen Geschäftsbereichen aller drei japanischen Komponentenhersteller anhob. Murata ist weltweit führender Anbieter mehrschichtiger Keramikkondensatoren, die KI-Server in weit größeren Stückzahlen benötigen als herkömmliche Server, um die Stromversorgung von Hochleistungschips zu stabilisieren. TDK fertigt Kondensatoren, Induktivitäten und Batterien für zahlreiche Endmärkte, darunter Energiemanagement und Notstromsysteme in Rechenzentren sowie Festplatten-Leseköpfe für die Datenspeicherung. MinebeaMitsumi ist weltgrößter Hersteller von Miniaturkugellagern – unverzichtbare Bauteile in den Lüftern, die sich mit dem KI-Rechenzentrumsausbau stark verbreiten – und produziert zudem die Serverlüftermotoren selbst sowie Komponenten für Rechenzentrumsfestplatten.

FAZIT

Die Aktivitäten dieses Quartals spiegeln unsere konsequente Disziplin wider. Wo der Markt unsere Positionen belohnte – wie bei japanischen Profiteuren der KI-Lieferkette und sich erholenden US-Managed-Care-Versicherern –, haben wir Engagements zurückgefahren. Wo Furcht und Stimmung ansonsten soliden Fundamentaldaten vorausliefen, haben wir zugekauft: bei Unternehmenssoftware-Franchises, bei chinesischen Unternehmen unter dem Druck des Makropessimismus und bei einem Premium-Reifenhersteller mit einem rein technischen Aktionärsüberhang. In einem Markt, der sich zunehmend um ein einziges Thema konzentriert, bleibt die Bewertungsstreuung groß. Unsere Portfolios sind über ein breites Spektrum unternehmensspezifischer Anlagekontroversen positioniert, mit Beständen, die aus unserer Sicht mit erheblichen Abschlägen zu ihrer normalisierten Ertragskraft gehandelt werden.

WEITERE INFORMATIONEN

Diese Unterlagen dienen ausschließlich Informationszwecken. Die darin geäußerten Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung von Pzena Investment Management, LLC („PIM“) zum heutigen Datum wider und können sich ändern. PIM ist ein bei der United States Securities and Exchange Commission (US-amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde) registrierter Anlageberater (Registered Investment Adviser). PIM verpflichtet sich nicht, Sie über Änderungen der hierin geäußerten Ansichten zu informieren. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Prognosen, Vorhersagen oder Einschätzungen in diesem Material realisieren. Die frühere Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Erträge.

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des Verlusts des eingesetzten Kapitals. Anlagen können in verschiedenen Währungen erfolgen, weshalb Wechselkursänderungen zwischen Währungen dazu führen können, dass der Wert der Anlagen sinkt oder steigt. Die Kurse von Aktien können aufgrund wirtschaftlicher oder politischer Veränderungen oder Veränderungen der finanziellen Lage eines Unternehmens steigen oder fallen, mitunter schnell oder unvorhersehbar. Anlagen in ausländische Wertpapiere sind mit politischen, wirtschaftlichen und Währungsrisiken, höherer Volatilität sowie Unterschieden bei den Rechnungslegungsmethoden verbunden. Diese Risiken sind bei Anlagen in Schwellenländern höher. Anlagen in Unternehmen mit kleiner oder mittlerer Marktkapitalisierung bergen zusätzliche Risiken, wie eine begrenzte Liquidität und eine höhere Volatilität als bei größeren Unternehmen. Die Strategien von PIM legen den Schwerpunkt auf einen „Value“-Anlagestil, der auf unterbewertete Unternehmen mit Merkmalen für verbesserte Bewertungen abzielt. Dieser Anlagestil unterliegt dem Risiko, dass sich die Bewertungen nie verbessern oder dass sich die Renditen von „Value“-Wertpapieren nicht im Gleichklang mit den Renditen anderer Anlagestile oder des Aktienmarkts insgesamt entwickeln.

Dieses Dokument stellt weder eine aktuelle oder frühere Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren oder zur Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen dar und ist nicht als solches auszulegen. Die hierin enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und stellen keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. PIM übernimmt keine ausdrückliche oder stillschweigende Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Interessenten wird empfohlen, sich hinsichtlich der Folgen einer Anlage in Wertpapiere oder Anlageberatungsdienstleistungen von ihren eigenen professionellen Beratern beraten zu lassen.

Die in dieser Präsentation behandelten einzelnen Portfoliowerte dienen ausschließlich der Veranschaulichung und wurden danach ausgewählt, inwieweit sie Ihnen helfen, unseren Anlageprozess besser zu verstehen. Sie wurden aus den Wertpapieren einer oder mehrerer unserer Strategien ausgewählt, und zwar nicht auf Grundlage ihrer Wertentwicklung. Sie stellen nicht alle Wertpapiere dar, die in einem bestimmten Zeitraum für unsere Kundenkonten gekauft oder verkauft wurden, und es sollte nicht davon ausgegangen werden, dass Anlagen in diese Wertpapiere gewinnbringend waren oder sein werden. PIM ist ein diskretionärer Vermögensverwalter und gibt keine „Empfehlungen“ zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren ab. Es besteht keine Gewähr dafür, dass die hierin besprochenen Wertpapiere zum Zeitpunkt des Erhalts dieser Präsentation noch in unseren Portfolios enthalten sind oder dass verkaufte Wertpapiere nicht wieder zurückgekauft wurden.

Nur für EU-Anleger:

Diese Marketingmitteilung wird von Pzena Investment Management Europe Limited („PIM Europe“) herausgegeben. PIM Europe (Nr. C457984) ist von der Central Bank of Ireland als OGAW-Verwaltungsgesellschaft zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt (gemäß den European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011 in der jeweils gültigen Fassung). Zudem verfügt PIM Europe über eine zusätzliche Zulassung für die Verwaltung von Anlageportfolios nach Maßgabe von Mandaten, die Anleger auf diskretionärer, kundenindividueller Basis erteilen, sofern diese Portfolios eines oder mehrere der in Abschnitt C des Anhangs der MiFID (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017 (S.I. No. 375 of 2017, in der jeweils gültigen Fassung) aufgeführten Anlageinstrumente umfassen, sowie für die Anlageberatung in Bezug auf eines oder mehrere der in Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) aufgeführten Instrumente. PIM Europe ist in Irland beim Companies Registration Office (Nr. 699811) eingetragen; der Sitz der Gesellschaft befindet sich in Riverside One, Sir John Rogerson’s Quay, Dublin 2, Irland. Die frühere Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Der Wert Ihrer Anlage kann sowohl fallen als auch steigen, und bei der Rückgabe erhalten Sie möglicherweise nicht den vollen ursprünglich angelegten Betrag zurück. Die hierin enthaltenen Ansichten und Aussagen stammen von Pzena Investment Management und beruhen auf interner Analyse.

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