PI Global Value – Quartalsbericht Q3 2026

ISIN: LI0034492384, WKN: A0NE9G

Sehr geehrte Anleger, sehr geehrte Partner,

im dritten Quartal 2026 verzeichnete der *PI Global Value Fund* einen Wertzuwachs von 13,68 %. Zum 30.09.2026 wies der Fonds einen Nettoinventarwert (NAV) von 302,34 € pro Anteil auf.

Das hatte im Wesentlichen zwei Gründe: Zum einen erholten sich Qualitätstitel, die zuvor unter der aus unserer Sicht übertriebenen Sorge vor einer KI-Disruption gelitten hatten. Zum anderen legten etliche unserer Energie- und Rohstoff-Positionen zu, die wir angesichts steigender Energiepreise aufgebaut haben.

Investmentumfeld

Der Krieg kommt an der Zapfsäule an

Im letzten Quartalsbericht haben wir beschrieben, dass sich die Ölpreise nach der Waffenruhe im April und dem Memorandum im Juni dem Vorkriegsniveau angenähert hatten. Diese Entspannung war jedoch nicht von Dauer. Die Waffenruhe ist zusammengebrochen, die Straße von Hormus wieder weitgehend gesperrt. Damit fehlen dem Markt zeitweise bis zu 13 % des weltweiten Ölangebots. Auch in Bezug auf Erdgas und Düngemittel führt die Blockade zu Engpässen.

Brent erreicht trotz größerem Ausfall kein höheres Hoch als 2022

Brent-Rohöl in US-Dollar je Barrel, Linie = Schlusskurse, Punkte = Tageshochs



Quelle: Bloomberg. Stand 30.09.2026

Obwohl das Barrel Brent wieder bei rund 100 US-Dollar notiert, fiel der Ölpreisanstieg schwächer aus als erwartet. Nach Kriegsbeginn im Iran im Februar dieses Jahres rechneten viele Analysten mit 150 bis 200 US-Dollar je Barrel. Beim russischen Einmarsch in die Ukraine erreichte Brent 2022 einen Kurs von fast 140 US-Dollar, obwohl dem Markt damals praktisch kein Öl verloren ging. Es wurde nur umgeleitet, weil der Westen Russland sanktionierte. Jetzt haben wir ein tatsächliches Angebotsdefizit. Der Preis für Brent erreichte dieses Jahr dennoch zwischenzeitlich lediglich einen Höchststand von 119,5 US-Dollar (9. März 2026). Wir halten es für wahrscheinlich, dass die US-Regierung am Terminmarkt eingreift, um den Preis zu drücken.

Diese physische Angebotslücke wurde bislang vor allem aus Lagerbeständen gedeckt, darunter die staatlichen Notreserven. Das lässt sich nicht ewig fortsetzen. Die strategische Ölreserve der USA ist seit Februar um etwa ein Drittel gesunken, während der Dieselpreis an den US-Tankstellen auf einem Rekordhoch liegt. US-Raffinerien haben einen Teil des Ausfalls aufgefangen. Ihre Dieselexporte stiegen von rund 1,0 Millionen Barrel pro Tag vor dem Krieg auf 1,6 Millionen im August: ein Plus von 60 %.

Nun prüft die US-Regierung, die Dieselexporte zu beschränken. Präsident Trump sprach sich am 22. September öffentlich dafür aus. Finanzminister Bessent bestätigte, dass teilweise und vollständige Beschränkungen geprüft werden. Eine diesbezügliche Entscheidung steht noch aus. Wir sehen darin ein Zeichen, dass die Energiekrise ernster ist, als die Regierung öffentlich einräumt.

Europa wäre von einem Lieferstopp seitens der USA am stärksten betroffen. Nach Angaben der EU-Kommission kommt rund die Hälfte der europäischen Dieselimporte aus den Vereinigten Staaten. Die Einfuhren aus den USA haben sich von Februar bis Juni gegenüber dem Vorjahr fast verdoppelt. Ein Exportverbot würde mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einer spürbaren Dieselknappheit führen und die Inflation weiter nach oben treiben.

Die momentane Teuerung rührt vor allem von den Energiepreisen her. In Deutschland stieg die Inflationsrate nach vorläufigen Daten von 2,3 % im Juni auf 3,3 % im September. Die Energiepreise lagen 14,9 % über dem Vorjahr, im Vormonat waren es noch 10,5 %. Kraftstoffe kosteten im August 27,7 % mehr als vor einem Jahr. Diesel verteuerte sich allein um 6,4 % gegenüber dem Vormonat. Die Kerninflation, bei der Energiepreise nicht enthalten sind, liegt mit 2,4 % dagegen noch niedrig. In den USA hält sich die Inflation seit Juni stabil bei 3,4 bis 3,5 %, die Energiepreise stiegen um 16,3 %, die Kerninflation fiel auf 2,4 %. Breit angelegt ist die aktuelle Teuerung also noch nicht, es handelt sich primär um einen Energieschock. Die Sorge des Marktes gilt nun der zeitversetzten Weitergabe höherer Energiekosten an andere Güter und Dienstleistungen. Wie wir unser Portfolio darauf ausrichten, beschreiben wir in den Abschnitten **Positionierung für Inflation und Zinswende** sowie **Portfoliokonstellation**.

Die Zinswende ist da

Während die US-Regierung die Gefahr der Inflation ausblendet, sieht die Notenbank das anders. Fed-Chef Kevin Warsh wurde von Trump ernannt und galt vielen als jemand, der dem Präsidenten folgt. Trump will niedrige Zinsen. Am 16. September hat die Fed den Leitzins dennoch um 0,25 Prozentpunkte auf 3,75 bis 4,00 % angehoben, die erste Erhöhung seit 2023.

Noch im März erwarteten die meisten Anleiheinvestoren, dass die Fed ihren Leitzins im Oktober 2027 bei rund 3 % halten würde. Die Erwartungshaltung hat sich verändert. Ende September setzen sie auf etwa 4,8 %. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg seit Anfang Juli von rund 4,5 % auf 5,3 %, die der 30-jährigen von 5 % auf über 5,6 %. Der Anleihemarkt preist damit höhere Inflation bereits ein. Erhöht die Fed weiter, dürften die Renditen noch weiter steigen. Das erhöht das Risiko eines ernsten Marktereignisses bis hin zu einer Rezession.

Kurzfristige Zinserwartungen und Anleiherenditen steigen gemeinsam

Erwarteter Leitzins (Oktober 2027) und Renditen von US-Staatsanleihen, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand 30.09.2026. Erwarteter Leitzins = implizierter Fed Funds Rate für Oktober 2027 (Bloomberg WIRP). Vom 25.03. bis 29.06. aus dem Fed-Funds-Future FFV7 abgeleitet

Höhere Zinsen verändern die Bewertung von Aktien. Der Zinssatz ist die Größe, mit der Anleger künftige Gewinne auf heute abzinsen. Steigt er, verlieren Unternehmen an Wert, deren Gewinne weit in der Zukunft liegen. Das trifft vor allem Unternehmen, deren hohe Bewertung auf Wachstumsversprechen beruht. Im dritten Quartal rückten drei Unternehmen dieser Kategorie ganz besonders in den Fokus der Medien und des Marktes: SpaceX und die anstehenden KI-Börsengänge von OpenAI und Anthropic.

SpaceX: Erst Knappheit, dann Aktienschwemme

Im letzten Quartalsbericht haben wir den Börsengang von SpaceX als Beispiel für die strukturellen Schwächen indexbasierten Investierens beschrieben. Seitdem hat der Kurs gezeigt, wie diese Mechanik wirkt. Der Ausgabepreis der SpaceX-Aktie lag bei 135 US-Dollar. Schon am ersten Handelstag schloss die Aktie bei 161 US-Dollar. In der Woche darauf erreichte sie im Handelsverlauf ihr Hoch bei über 225 US-Dollar, ein Plus von 67 %. Danach ging es bergab. Mitte Juli lag der Kurs unter dem Ausgabepreis, Anfang August bei 105 US-Dollar, also bei weniger als der Hälfte des Hochs. Zum Ende des dritten Quartals notiert die Aktie bei 150 US-Dollar. Das ist wieder über dem Ausgabepreis, aber rund ein Drittel unter dem Hoch.

Der frühe Anstieg lässt sich mit einer künstlichen Angebotsverknappung erklären. Nur etwa 5 % der Aktien waren frei handelbar, üblich sind mindestens 10 %. Statt den Ausgabepreis in einer klassischen Roadshow (einer Präsentationstour bei Großinvestoren) anhand der Nachfrage auszuloten, legte SpaceX ihn vorab fest. 30 % des Angebots gingen an Privatanleger. Hinzu kam die Aussicht auf Pflichtkäufe der Indexfonds. Die Nasdaq hat ihre Regeln angepasst, sodass SpaceX schon nach 15 Handelstagen in den Nasdaq-100 aufgenommen wurde. Normalerweise vergehen dafür mindestens drei Monate. Die Käufe der Nasdaq-100-Fonds fanden zwar erst Anfang Juli statt, als der Kurs schon rund ein Drittel unter dem Hoch lag. Doch die Erwartung dieser Käufe trieb den Kurs bereits davor.

Beim Börsengang gab SpaceX neue Aktien aus, dem Unternehmen flossen 75 Mrd. US-Dollar zu. Die Altaktionäre hatten nichts verkauft, ihre Aktien sind allerdings nur befristet gesperrt (Lock-up). Mittlerweile sind schrittweise Haltefristen für Frühinvestoren und Mitarbeiter ausgelaufen. Damit hat sich der Streubesitz von rund 5 % auf knapp 20 % fast vervierfacht. Nach den Quartalszahlen im November werden weitere 28 % der gesperrten Aktien frei, nach 180 Tagen der Rest. Elon Musk selbst bleibt bis Juni 2027 gesperrt. Verkaufen Altaktionäre, belastet dies den Kurs. Gleichzeitig steigt aber der Streubesitz und damit das Gewicht der Aktie in den Indizes. Indexfonds müssen dann nachkaufen, unabhängig von der Bewertung.

Wir wollen uns nicht bärisch über SpaceX äußern. Unternehmen von Elon Musk tragen an der Börse oft einen Musk-Aufschlag. Sowohl Starlink als auch das Raumfahrt-Segment sind Marktführer in Märkten mit großem Zukunftspotenzial. Starlink schreibt bereits Gewinne, erzielte 2025 einen Umsatz von 11,4 Mrd. US-Dollar und eine Gewinnmarge von fast 40 %. Die KI-Sparte xAI verlor 2025 hingegen rund 3,2 Mrd. US-Dollar. Sie ist die eigentliche Wette. Bei einem Börsenwert von 2,0 Billionen US-Dollar und einem Gesamtumsatz von 23,0 Mrd. US-Dollar in den vergangenen 12 Monaten liegt das Kurs-Umsatz-Verhältnis bei knapp dem 90-Fachen. Hier ist viel Fantasie eingepreist. Den Abschlag zum inneren Wert, die Sicherheitsmarge, die wir als Value-Investoren verlangen, sehen wir nicht. Wir beobachten SpaceX und kaufen nicht.

Die nächsten Mega-Börsengänge: Anthropic drängt, OpenAI wartet

SpaceX ist mit den nächsten Börsenkandidaten eng verflochten. Zum Konzern gehört seit Februar auch die KI-Firma xAI. Anthropic zahlt für Rechenleistung von xAI 1,25 Mrd. US-Dollar im Monat, Google 0,92 Mrd. US-Dollar. Google hält zugleich rund 7 % an SpaceX und rund 15 % an Anthropic. Diese Zirkelwirtschaft haben wir im letzten Quartalsbericht aufgezeigt.

Anthropic hält an seinen Börsenplänen fest und peilt beim IPO eine Bewertung von mehr als 2 Billionen US-Dollar an. Bei der jüngsten Finanzierungsrunde im Mai war das Unternehmen noch mit 965 Mrd. US-Dollar bewertet worden. OpenAI geht einen anderen Weg. CEO Sam Altman schließt einen Börsengang in diesem Jahr aus und verweist auf Sicherheitsbedenken. Druck, an die Börse zu gehen, verspüre man nicht.

Der Umsatz von Anthropic wächst rasant. Im Jahr 2025 betrug er 4,6 Mrd. US-Dollar, das Zwölffache des Vorjahres. Der Betriebsverlust wuchs im selben Zeitraum von 3,0 auf 8,1 Mrd. US-Dollar. Allein im zweiten Quartal 2026 setzte Anthropic 11,5 Mrd. US-Dollar um. Rechnet man den Umsatz des zweiten Quartals 2026 aufs Jahr hoch, hat sich der Umsatz im Vergleich zum Vorjahr bereits erneut verzehnfacht. Anthropic mietet seine Rechenleistung unter anderem bei Amazon und Google, die zugleich Anteilseigner sind. Fast ein Viertel des Umsatzes stammte 2025 von nur zwei Kunden. Bei einer Bewertung von 2 Billionen läge das Kurs-Umsatz-Verhältnis beim mehr als 400-Fachen des Umsatzes von 2025, auf den annualisierten Umsatz des zweiten Quartals 2026 gerechnet beim rund 43-Fachen.

Anthropic-Chef Dario Amodei forderte am 12. September in einem Essay, die Entwicklung der leistungsfähigsten Modelle zu bremsen. Altman und Musk stimmten noch am selben Tag öffentlich zu, Musk mit den Worten „Dario is right“. Amodeis Vorschlag sieht gemeinsame Standards der KI-Labore vor, wofür die Branche nach Einschätzung von Beobachtern eine Ausnahme vom Kartellrecht bräuchte. Was die Beteiligten damit bezwecken, lässt sich von außen nur schwer sagen. Ist es bloß gutes Marketing? Geht es um regulatorische Vorteile für die großen KI-Labore, deren Auflagen kleinere Wettbewerber kaum erfüllen könnten? Ist der Verweis auf Sicherheitsbedenken bei OpenAI ein Vorwand, um ungünstige Marktbedingungen für einen Börsengang zu überspielen? Oder braucht Anthropic frisches Geld und muss trotz Bremsaufruf an die Börse? Eine Bewertung von über 2 Billionen US-Dollar setzt jedenfalls schnelles Wachstum voraus. Ein Tempolimit passt dazu schlecht.

Die Interessenlage ist klarer. Altaktionäre, die einen Börsengang nutzen, um Buchgewinne zu realisieren, wollen einen möglichst hohen Preis. Das ist verständlich, erklärt aber, warum Börsengänge mit Skepsis zu betrachten sind. Eine alte Börsenweisheit fasst es zusammen: IPO als Synonym für „it’s probably overpriced“, auf Deutsch „wahrscheinlich überteuert“.

Sollte Anthropic an der Nasdaq notieren, gilt voraussichtlich dieselbe Schnellaufnahme in den Nasdaq-100 wie schon bei SpaceX. Indexfonds müssten dann ebenfalls kaufen, unabhängig von der Bewertung. Wir werden uns an den anstehenden Börsengängen der großen KI-Labore nicht beteiligen. Die Bewertungen sind zu hoch. Unser Geld bleibt in Unternehmen, die schon heute Cash verdienen.

Portfolioübersicht

Um langfristig gute Renditen erzielen zu können und Risiken zu minimieren, fokussieren wir uns zum einen auf ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis im Portfolio. Zum anderen versuchen wir starke Korrelationen zu vermeiden und ausreichend diversifiziert zu sein. Grundsätzlich ist eine Diversifikation von 20 bis 25 Titeln ausreichend. Eine Diversifikation, die über diese Anzahl hinausgeht, wirkt sich tendenziell negativ aus, da sie mit Informationseinbußen hinsichtlich der einzelnen Titel einhergeht. Gleichzeitig werden Korrelationen innerhalb des Portfolios nicht zwingend reduziert. Ein Portfolio mit 70 Titeln ist also keineswegs sicherer als ein Portfolio mit 20 Titeln.

Sofern der Markt attraktive Chancen bietet, käme uns eine höhere Konzentration durchaus gelegen, da uns die langfristige Rendite wichtiger ist als die kurzfristige Minimierung der Schwankungsbreite. Jedoch können wir dies im *PI Global Value Fund* aufgrund regulatorischer Vorgaben nur bedingt umsetzen. Der *Max Otte Multiple Opportunities Fund* gewährt uns hinsichtlich der Kapitalallokation deutlich mehr Handlungsspielraum.

Derzeit besteht das Portfolio aus 35 Einzeltiteln mit einer Gesamtgewichtung von 89,6 %. Das liegt über den 20 bis 25 Titeln, die wir aus Diversifikationssicht für ausreichend halten. Der Grund ist ein Korb aus Energie- und Rohstoffwerten, den wir im Value-Portfolio aufgebaut haben. Wirtschaftlich verhalten sich diese Titel ähnlich, sodass die Zahl der Positionen die Diversifikation überzeichnet. Wir sehen die höhere Anzahl als Übergang. Sobald unsere Bewertungsziele erreicht werden, reduzieren wir die Zahl wieder.

Weitere 4,0 % des Portfolios sind in Zertifikaten auf Gold und Silber geparkt, die wir als Liquiditätsersatz betrachten. 6,4 % halten wir primär in Euro, US-Dollar und Schweizer Franken. 49,5 % der Unternehmen unseres Portfolios sind in Nordamerika ansässig, 45,7 % in Europa und 4,8 % in Südamerika. Gegenüber Investments außerhalb dieser Regionen sind wir offen. Letztlich geht es immer um die Frage, wie viel wir unter Berücksichtigung der individuellen Chancen und Risiken für unser Geld bekommen.

Nachfolgend finden Sie eine Aufstellung der Titel mit den höchsten sowie den niedrigsten Wertbeiträgen im letzten Quartal.

Folgende Titel haben den größten Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	**Wertbeitrag**
Teleperformance	+ 3,08 %
Adobe	+ 1,79 %
Gartner	+ 1,62 %

Folgende Titel haben den größten negativen Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	Wertbeitrag
Judges Scientific	− 0,90 %
Trigano	− 0,30 %
Topicus	− 0,30 %

Die drei größten Wertbeiträge stammen von Unternehmen, auf die wir in den letzten Quartalsberichten ausführlich eingegangen sind. Teleperformance, Gartner und Adobe hatten in den ersten beiden Quartalen unter der aus unserer Sicht übertriebenen Sorge vor KI-Disruption gelitten. Im dritten Quartal kam die Gegenbewegung. Zusammen steuerten diese drei Positionen mehr als 6 Prozentpunkte zur Performance bei. Teleperformance liegt seit Jahresbeginn wieder im Plus, Gartner und Adobe stehen weiterhin im Minus. Das bestätigt unsere Haltung. Kurse übertreiben in Phasen von Euphorie und Depression in beide Richtungen, der innere Wert eines Unternehmens verändert sich weitaus langsamer. Die folgende Tabelle zeigt die Gesamtrendite der drei Titel in Euro, inklusive Dividenden:

Titel	Q1	Q2	Q3	Seit Jahresbeginn
Teleperformance	− 18,69 %	− 2,15 %	+ 52,72 %	+ 21,51 %
Gartner	− 36,18 %	− 17,23 %	+ 44,86 %	− 23,48 %
Adobe	− 29,37 %	− 14,72 %	+ 17,81 %	− 29,04 %

Positionierung für Inflation und Zinswende: Edelmetalle, Energie und Kroger

Die Unsicherheit an den Märkten ist hoch, und niemand kann sicher sagen, was als Nächstes kommt. Für kurzfristig orientierte Portfoliomanager ist das ein schwieriges Umfeld. Als Value-Investoren ignorieren wir den Marktzyklus weitgehend und kaufen Aktien solider Unternehmen. Dennoch kann auch ein Value-Portfolio leiden, wenn sich das Umfeld so stark verändert wie derzeit. Inflation und höhere Zinsen treffen auf hohe Bewertungen. Im letzten Quartalsbericht haben wir angekündigt, Titel bei passender Bewertung aufzunehmen. Das haben wir getan. Wir investieren gezielt in Aktien, die sich sowohl bei hoher Inflation als auch in einer Rezession gut entwickeln. Sie müssen solide Unternehmen sein und aktuell günstig bewertet. Solche Aktien zu finden ist anspruchsvoll, aber nicht unmöglich.

Unsere Vorsorge besteht aus drei Säulen. Erstens halten wir Edelmetalle über Zertifikate. Zweitens investieren wir in Energieproduzenten und Raffinerien. Drittens setzen wir auf günstige Unternehmen, die von wirtschaftlichen Turbulenzen profitieren. Zusammen machen sie einen

erheblichen Teil des Portfolios aus. Der übrige Teil besteht aus robusten Unternehmen, die so günstig bewertet sind, dass wir bei einem Marktrückgang weit geringere Verluste erwarten als der Markt. Das ist die Sicherheitsmarge, die wir bei Unternehmen wie SpaceX vermissen. Der Preis liegt deutlich unter dem inneren Wert und schafft einen Puffer, den wir bei diesen Positionen für groß halten. Die drei Säulen stellen wir im Folgenden vor.

Edelmetalle bewahren den Wert, wenn es ungemütlich wird

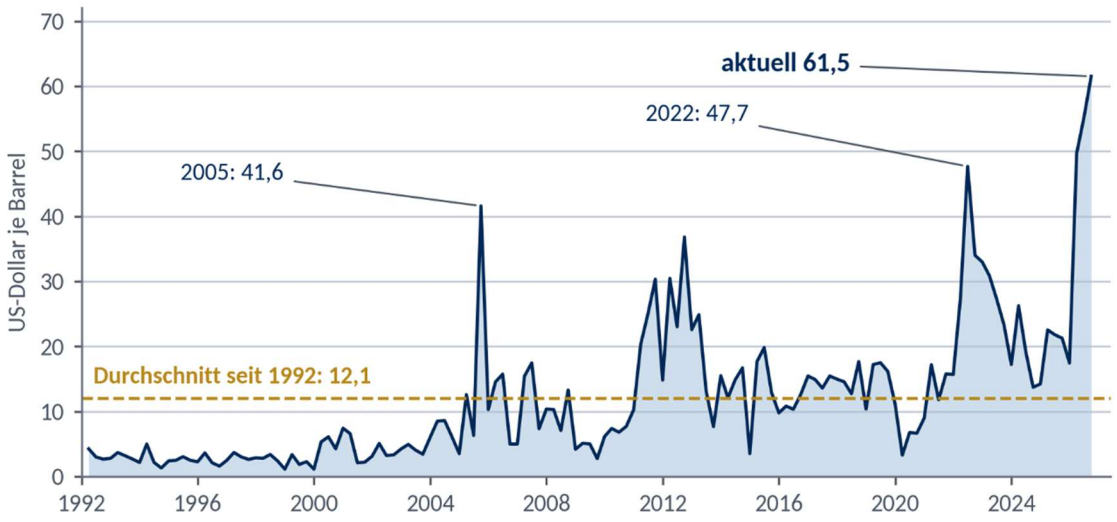
Der Gedanke hinter dieser Säule ist fast selbsterklärend. Seit Anbeginn der Zivilisation suchen Menschen seltene Metalle als Wertspeicher. In einer Krise erwarten wir, dass Gold und Silber ihren Wert halten. Dass das weiter gilt, zeigte 2025. Gold stieg in US-Dollar um rund 65 %, Silber um fast 150 %, beide so stark wie seit 1979 nicht mehr. Wie sich unsere Edelmetall-Positionen im dritten Quartal entwickelt haben, beschreiben wir im Abschnitt **Liquidität und Edelmetallzertifikate**.

Raffinerien verdienen an der Marge statt am Ölpreis

Zu unseren Öl- und Energieproduzenten haben wir zwei Raffinerien ergänzt, Marathon Petroleum und Par Pacific. Förderer verdienen mehr, wenn der Ölpreis steigt, und werden an ihm gemessen. Wie im Abschnitt **Der Krieg kommt an der Zapfsäule an** beschrieben, halten wir einen Eingriff der US-Regierung am Terminmarkt für wahrscheinlich, der den Ölpreis drückt. Die Aktien der Förderer haben deshalb weniger zugelegt, als es die Angebotslage erwarten ließe.

Die Raffineriemarge liegt beim Fünffachen ihres langjährigen Schnitts

3-2-1 Crack Spread (WTI, US-Golfküste), US-Dollar je Barrel, Quartalsendwerte



Quelle: Bloomberg. Stand 30.09.2026 (Bloomberg-Index CRKS321C)

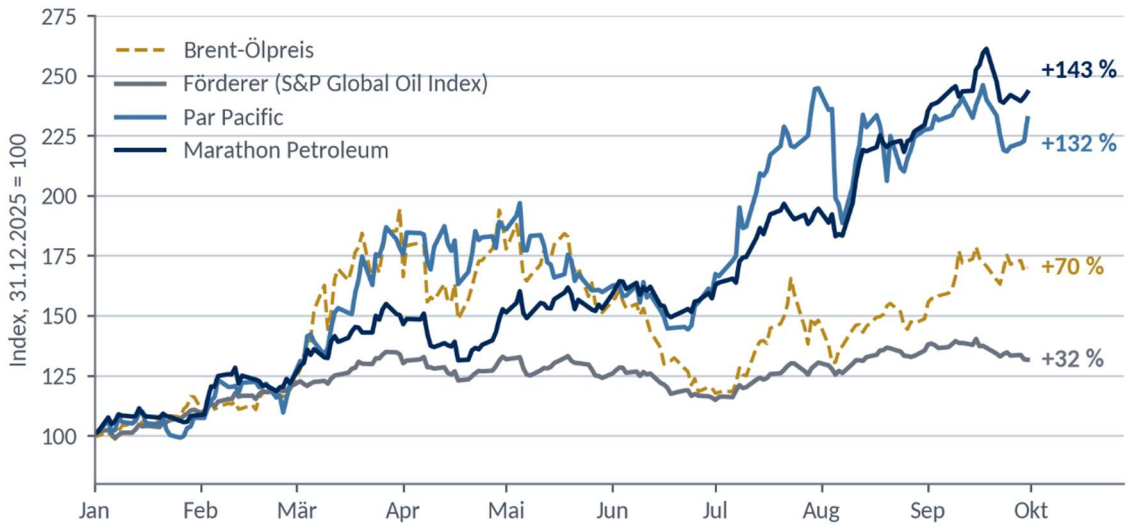
Raffinerien fördern kein Öl, sie verarbeiten es zu Benzin, Diesel, Heizöl und Kerosin. Ihr Gewinn hängt deshalb nicht am Ölpreis, sondern an der Raffineriemarge, dem sogenannten Crack

Spread. Der Begriff geht auf das Aufspalten (cracking) des Rohöls zurück. Die Marge ist die Differenz zwischen dem Verkaufspreis der Produkte und dem Einkaufspreis des Rohöls. Im Standardmaß, dem 3-2-1 Crack Spread, entstehen aus drei Barrel Rohöl zwei Barrel Benzin und ein Barrel Diesel. Seit 1992 lag diese Marge im Durchschnitt bei rund 12 US-Dollar je Barrel. Derzeit liegt sie bei etwa 62 US-Dollar und damit auf dem höchsten Stand seit 1992, dem Beginn der Datenreihe. Der Grund ist ein knappes Angebot an Raffinerieprodukten, vor allem bei Diesel, nach den Ausfällen am Golf und den Drohnenangriffen auf russische Raffinerien.

Marathon Petroleum betreibt das größte Raffineriesystem der USA. Die Pipeline-Tochter MPLX bringt stabile Einnahmen aus Gebühren und dämpft die Schwankungen der Marge. Zudem gibt das Unternehmen einen großen Teil seines Cashflows an die Aktionäre zurück. Im zweiten Quartal vervierfachte sich der Gewinn auf 5,1 Mrd. US-Dollar. Par Pacific ist ein Nischenanbieter. Die Raffinerien liegen in logistisch geschützten Märkten wie Hawaii, Washington, Montana und Wyoming, ergänzt um eigene Logistik und Tankstellen. Auf Hawaii muss Kraftstoff sonst aufwendig importiert werden, das gibt Par dort Preissetzungsmacht. Der Gewinn stieg im zweiten Quartal auf 462 Mio. US-Dollar nach 60 Mio. US-Dollar im Vorjahr.

Raffinerien legen deutlich stärker zu als Förderer

Wertentwicklung 2026, indexiert (31.12.2025 = 100), in US-Dollar, ohne Dividenden



Quelle: Bloomberg. Stand 30.09.2026. Förderer = S&P Global Oil Index

Die Aktien beider Unternehmen haben seit Jahresbeginn um mehr als 130 % zugelegt. Das ist keine Wette auf den Ölpreis, die Marge erklärt den Gewinn. Außergewöhnlich hohe Margen sind allerdings kein Dauerzustand, und eine Entspannung im Nahen Osten würde sie belasten. Raffinerien sind für uns deshalb eine Absicherung auf Zeit, solange die Knappheit anhält, und kein Dauerinvestment in diesem Sektor.

Kroger gewinnt Kunden, wenn Haushalte sparen müssen

Wie verändern wirtschaftliche Turbulenzen das Konsumverhalten? Steigende Preise nehmen den Haushalten Spielraum, eine Rezession mit Entlassungen und schwächerem Lohnwachstum ebenfalls. In beiden Fällen geben Menschen weniger aus. Gut stehen dann Unternehmen da, die Güter des täglichen Bedarfs günstiger anbieten als die Konkurrenz. Verbraucher wechseln zu preiswerteren Alternativen, und Anbieter im mittleren Preissegment gewinnen Kunden aus dem Hochpreissegment. Das ultimative Gut des täglichen Bedarfs sind Lebensmittel. Wir beobachten mehrere solche Unternehmen, unser aktueller Favorit ist Kroger.

Kroger ist hinter Walmart und Costco der drittgrößte Lebensmittelhändler der USA, mit rund 2.700 Märkten in 35 Bundesstaaten, unter anderem unter den Namen Ralphs und Fred Meyer. Dazu kommen Apotheken, Tankstellen und Eigenmarken. Das Angebot reicht vom klassischen Supermarkt über große Warenhäuser mit Kleidung und Elektronik bis zu Lagerhaus-Märkten mit niedrigen Preisen. Der Schwerpunkt liegt im mittleren Preissegment, weder Luxus noch Discount. Das macht das Geschäft in Krisen stabil. Die Märkte sind auf den Wocheneinkauf ausgerichtet, und die Größe verschafft Kroger Einkaufsmacht. Dazu bilden das dichte Filialnetz und die eigene Logistik aus unserer Sicht eine Eintrittsbarriere für reine Online-Anbieter. 95 % aller Einkäufe laufen über die Kundenkarte, die 63 Millionen Haushalte nutzen. In einer Sparphase gewinnt Kroger Kunden von Premiumanbietern wie Whole Foods. In der letzten Inflationsphase hat sich das gezeigt. Von März 2021 bis Mai 2022 erzielte die Aktie eine Gesamtrendite von 64,8 %, der S&P 500 von 7,8 % und der MSCI World von 2,3 %.

In der letzten Inflationsphase schlägt Kroger die Indizes deutlich

Gesamtrendite einschließlich Dividenden, 01.03.2021 bis 31.05.2022, in Prozent, US-Dollar



Quelle: Bloomberg. Kroger (Total Return), S&P 500 (Total Return), MSCI World (Net Total Return)

Neben dem Lebensmittelverkauf tragen weitere Geschäftsfelder zum Wachstum bei. Die Eigenmarken legen schneller zu als Markenartikel, ihr Umsatz stieg im zweiten Quartal um mehr als

14 %, angeführt von Fertiggerichten. Sie profitieren, wenn Menschen seltener auswärts essen, stärken die Kundenbindung in Inflationsphasen und sichern die Marge. Das Apothekengeschäft macht rund 12 % des Umsatzes aus, nach 9 % vor drei Jahren. Aus den Daten der Kundenkarte entstehen zudem margenstarke Zusatzgeschäfte. Das Werbegeschäft steigerte seinen Gewinn im zweiten Quartal um 24 %, dazu kommen Finanzdienstleistungen wie Kreditkarten und Geldtransfers.

Dem stehen Schwächen gegenüber. Gut drei Viertel des Umsatzes stammen aus dem Lebensmittelgeschäft, und das wirft nur niedrige Margen ab. Walmart, Amazon und Costco verdienen in anderen Bereichen mehr und halten Preiskämpfe länger durch. Zwei Versuche, diesem Druck zu entkommen, sind gescheitert. Kroger wollte mit dem britischen Spezialisten Ocado automatisierte Lager für den Online-Handel aufbauen und hat das Projekt mit einer Belastung von 2,5 Mrd. US-Dollar zurückgefahren. Zudem scheiterte die geplante Übernahme des Konkurrenten Albertsons für 24,6 Mrd. US-Dollar. Kroger wollte durch die Größe Kosten sparen und sich besser gegen den Online-Handel behaupten. Es wäre die größte Übernahme in der Geschichte des US-Lebensmittelhandels gewesen, ein Gericht stoppte sie 2024 aus kartellrechtlichen Gründen. Hinzu kommen Kürzungen bei staatlichen Lebensmittelhilfen, politische Eingriffe bei Arzneimittelpreisen und der Wettbewerb durch Amazon und Aldi. Unterm Strich ist Kroger ein langweiliges, stabiles Geschäft mit wenig Wachstum. Eine Gefahr für den Fortbestand des Unternehmens sehen wir darin nicht.

Hinter der Stabilität steckt ein bewusst gewähltes Finanzierungsmodell. Kroger bezahlt seine Lieferanten erst nach einigen Wochen, während die Kunden sofort zahlen, und finanziert damit einen Teil des Geschäfts. Zudem kauft das Unternehmen laufend eigene Aktien zurück, nach dem Aus der Albertsons-Übernahme in einem Programm über 7,5 Mrd. US-Dollar. Der operative Cashflow liegt unter anderem aufgrund des Finanzierungsmodells strukturell über dem Gewinn, die Bruttomarge steigt dank der Eigenmarken, und hohe Gewinnrücklagen dienen als Puffer. Ein Risiko liegt darin, dass dieses Modell in einem Umfeld steigender Zinsen und knapper Kredite an Grenzen stoßen kann. Aktuell zeigt sich keine Belastung, und im Notfall könnte Kroger die Aktienrückkäufe reduzieren und die laufenden Gewinne zur Schuldentilgung nutzen.

Die Bewertung spricht für Kroger. Das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) liegt bei 11, Walmart wird mit dem 36-Fachen bewertet. Das laufende KGV von 34 ist verzerrt. Kosten für die gescheiterte Fusion und die Neuordnung des Online-Geschäfts haben den Gewinn der letzten zwölf Monate gemindert. Ohne diese Sonderposten liegt das KGV bei rund 12. Die Dividendenrendite liegt bei über 2,5 %. Zu diesem Preis wird bereits unterstellt, dass Wachstum und Gewinne spürbar schwächer ausfallen als in den vergangenen Jahren. Anzeichen gibt es nur für schrumpfende Margen im Preiskampf. Dagegen setzt Kroger auf Kundenkarte und Eigenmarken.

Wir sehen in Kroger eine solide Value-Aktie mit eingebauter Versicherung. Läuft die Konjunktur normal, sollte der Kurs mit den Fundamentaldaten steigen. Bei anhaltend hoher Inflation oder wirtschaftlicher Schwäche dürften Kunden verstärkt zu Kroger wechseln und die Umsätze steigen. Seit Februar führt Greg Foran, früher bei Walmart, das Unternehmen und soll neue Impulse bringen. Kroger ist für uns eine erste Position in dieser Kategorie. Bei weiteren Kursverlusten wächst die Sicherheitsmarge, und wir sind gern bereit, die Position auszubauen.

Alle drei Säulen sollen dem Portfolio in unruhigen Zeiten Halt geben, ohne dass wir dafür einen überhöhten Preis zahlen. Wie sich die Gewichte im Portfolio dadurch verschoben haben, zeigt die Portfoliokonstellation.

Portfoliokonstellation

Bei der Portfoliokonstellation denken wir im Wesentlichen über drei Bausteine nach. Titel in der Kategorie **Qualitätswachstum** sind Unternehmen, die ihre Gewinne dank hoher Kapitalrenditen und säkularem Rückenwind äußerst profitabel in das eigene Geschäft reinvestieren können. Die Rendite entsteht hier primär durch den laufenden Wertzuwachs der Unternehmensanteile und eine entsprechend lange Haltedauer.

Asset Manager wie Berkshire Hathaway haben wir in der Vergangenheit separat ausgewiesen, da diese nach anderen Kriterien bewertet werden müssen. Dennoch sind sie grundsätzlich in diese Kategorie einzuordnen. Unser Ziel ist ein leichter nachzuvollziehendes, weniger technisches Reporting. Deshalb führen wir die beiden Kategorien zusammen, legen den Schwerpunkt auf qualitative Argumente und rücken den Kennzahlenfokus bewusst in den Hintergrund. Zahlen liefern oft nur einen Anhaltspunkt und sind nicht als Formel zu verstehen. Auch beim Investieren gilt: Nicht alles, was man messen kann, zählt – und nicht alles, was zählt, kann man messen.

Des Weiteren halten wir Titel, die man klassischerweise in die Kategorie **„Deep Value Investing“** oder **„Cigar-Butt-Investing“** einstufen würde. Dies sind Titel, die eher bescheidene Wachstumsaussichten haben und mitunter geringere Qualitätsmerkmale aufweisen, dafür aber spottbillig sind. Teilweise sind sie auch durch greifbare Vermögenswerte gedeckt, was eine zusätzliche Form der Absicherung darstellt. Hier erzielen wir die Rendite über Ausschüttungen sowie über die Normalisierung des Unternehmenswertes hin zu einer fairen Bewertung.

Finden wir keine adäquaten Investments in den genannten Kategorien, halten wir die Liquidität in Form von **Währungen** oder **Edelmetallzertifikaten**. Bei längerer Haltedauer sowie in Krisenzeiten halten wir Edelmetalle gegenüber Währungen für die bessere Option. Gegebenenfalls ergänzen wir die Kategorie um indirekte oder direkte Beteiligungen an weiteren physischen Vermögenswerten.

Derzeit sind die Kategorien wie folgt gewichtet:

Kategorie	Gewichtung
Qualitätswachstum	46,0 %
Value-Aktien	43,6 %
Liquidität	6,4 %
Edelmetallzertifikate	4,0 %

Qualitätswachstum: 46,0 %

Qualitätsaktien sind mit 46,0 % gewichtet. Gegenüber dem zweiten Quartal (59,3 % Gewichtung) sind hier Gewinnmitnahmen, unter anderem bei hoch bewerteten Titeln aus dem Technologiebereich, erfolgt. Gleichzeitig haben sich einige Chancen bei unterbewerteten Value-Titeln aus dem Energie- und Rohstoffbereich ergeben, welche wir genutzt haben.

Grundsätzlich streben wir an, einen möglichst großen Anteil des Portfolios in Qualitätsaktien zu halten. Aufgrund der großzügigen Wachstumsmöglichkeiten dieser Unternehmen erwirtschaften wir Renditen über die Haltedauer statt über die häufige Umschichtung des Portfolios. Das ist vorteilhaft, da wir beim Verkauf eines Titels nicht zwingend adäquate Alternativen finden – insbesondere in der aktuellen Investmentlandschaft. Dennoch können auch diese Titel zu teuer werden oder es können sich bessere Investments in ausgebombten Value-Titeln finden lassen. Letztlich ist es eine Frage der Opportunitäten.

Mit dem Preis-Leistungs-Verhältnis des Bausteins Qualitätswachstum sind wir insgesamt sehr zufrieden. Mit Ausnahme von Berkshire Hathaway konnten die entsprechenden Unternehmen ihre Umsätze in den letzten fünf Jahren um durchschnittlich 17,3 % steigern und erzielten dabei Kapitalrenditen durch den frei verfügbaren Cashflow von 25,4 %. Dies sind sehr ordentliche Wachstumsraten bei außerordentlicher Profitabilität – eine Kombination, die uns gefällt.

Über 140 % des Nettogewinns konnten dabei in freien Cashflow übersetzt werden. Die jährlich zu leistenden Zinszahlungen auf das Fremdkapital der Qualitätsunternehmen werden derzeit 37-mal durch den freien Cashflow gedeckt. Demnach würden ansteigende Fremdkapitalkosten die Profitabilität dieser Unternehmen weitestgehend unberührt lassen. Gemessen an den zentralen Kennzahlen ist die Qualität des Portfolios klar höher als die Gesamtqualität der gängigen Indizes. Doch wie steht es um das Preis-Leistungs-Verhältnis?

Die Bewertung des Qualitätsportfolios liegt derzeit beim 12-Fachen des freien Cashflows. Mit Blick auf den S&P 500, der aktuell mit dem 34-Fachen des freien Cashflows bewertet wird, denken wir, dass unser Portfolio äußerst günstig bewertet ist – zumal die Umwandlungsrate von Gewinn zu freiem Cashflow im S&P 500 unter 100 % liegt. Dies sollte auf lange Sicht zu besseren Renditen führen.

Value-Aktien: 43,6 %

Die Rendite des Value-Portfolios entsteht primär dadurch, dass wir einen Dollar für 50 Cent kaufen, also zu einem deutlichen Abschlag zum inneren Wert. Das Value-Portfolio besteht hauptsächlich aus Energieproduzenten, Raffinerien und defensiven Konsumwerten, welche dem Portfolio in schwierigen wirtschaftlichen Phasen Stabilität verleihen. Der Anteil des Value-Portfolios ist von 25,2 % auf 43,6 % stark angestiegen. Dazu haben Gewinnmitnahmen bei Qualitätstiteln, der Einsatz der Liquidität und die positive Entwicklung des Energiekorbs beigetragen. Die Gründe für diese Ausrichtung haben wir im Abschnitt **Positionierung für Inflation und Zinswende** beschrieben. Der Abschlag zum inneren Wert dient dabei als Sicherheitsmarge. Wir erwarten, dass diese Unternehmen in einem schwächeren Marktumfeld

weniger verlieren als der Markt. Das Value-Portfolio ist damit breiter aufgestellt als vor einem Quartal.

Liquidität und Edelmetallzertifikate: 6,4 % / 4,0 %

Die Liquidität ist im Vergleich zum letzten Quartal von 11,3 % auf 6,4 % gesunken, weil wir attraktiv bewertete Value-Titel ins Portfolio aufgenommen haben. Der Anteil der Edelmetallzertifikate ist aufgrund der positiven Entwicklung der Qualitäts- und Value-Titel in unserem Portfolio von 4,2 % auf 4,0 % gesunken. Im dritten Quartal legte Gold um rund 4 %, Silber um rund 3 % zu. Auf einen starken August folgte angesichts steigender Realzinsen ein schwacher September. Gegenüber den Rekordhochs aus dem Januar liegen sie deutlich tiefer. Nach der starken Rallye im Jahr 2025 ist diese Korrektur für uns kein Grund, etwas an unserer Positionierung zu verändern. Wir betrachten unsere Edelmetall-Positionen weiterhin als Liquiditätsersatz.

Schlusswort

Als Asset Manager Ihres Vertrauens ist es unser Anspruch, transparent zu sein und Ihr Kapital mit Weitblick, Klarheit und Verantwortung zu betreuen. Durch die Offenlegung unserer Gedanken zur aktuellen Investmentlandschaft, entsprechender Bewältigungsstrategien sowie der Erläuterung mentaler Modelle, die das Verständnis verschiedener Investitionsentscheidungen erleichtern, hoffen wir, dies zu erreichen. Gerade in bewegten Zeiten möchten wir Ihnen ein solides Fundament bieten – für finanzielle Sicherheit und den Freiraum, sich auf das zu konzentrieren, was wirklich zählt.

Bei Rückfragen und Anregungen wenden Sie sich gerne an Philipp Schäferhoff (E-Mail: schaeferhoff@pi-kapitalanlage.de; Tel.: +49 (0)221 98 65 33 94).

Wir danken Ihnen für Ihr fortwährendes Vertrauen. Seien Sie gewiss, dass wir uns Tag für Tag mit voller Überzeugung dafür einsetzen, diesem Vertrauen gerecht zu werden.

Hochachtungsvoll



Max Otte