



Linea „In Germany“

# LETTERA AGLI INVESTITORI

## primo trimestre 2024

## 1. Sviluppo del mercato azionario tedesco

Il primo trimestre del 2024 è iniziato sui mercati azionari come era finito il 2023: guadagni di prezzo per le large cap, con l'indice tedesco DAX che è salito del 10,4% a 18.492 punti e ha raggiunto a più riprese massimi storici. Per contro, le small e mid cap sono state in sofferenza. L'SDAX è riuscito comunque a guadagnare il 2,4%, mentre l'MDAX ha chiuso in leggero calo a -0,3%.

I temi che hanno mosso i prezzi non sono praticamente cambiati negli ultimi mesi. La discussione sulla futura politica dei tassi di interesse delle banche centrali più importanti, la Fed e la BCE, continua a mettere in ombra gli altri fattori che influenzano i mercati azionari. A causa della fase avanzata del ciclo di rialzo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, il mercato si aspettava molteplici tagli dei tassi d'interesse nell'immediato futuro. Tuttavia, poiché il recente rallentamento del tasso di inflazione è stato meno pronunciato di quanto sperato e l'economia statunitense continua a registrare buoni risultati, si prevede che i tagli dei tassi di interesse inizieranno più tardi. Ciò potrebbe persino portare la BCE ad iniziare a tagliare i tassi di interesse prima, in considerazione del più rapido calo dell'inflazione in Europa e della recessione economica in Germania e in altri Stati membri dell'UE, anche se ha iniziato il ciclo di rialzo dei tassi solo più tardi.

In termini di valutazione, le società tedesche non sono troppo care. Il DAX ha attualmente un rapporto P/E di 13, che rappresenta una delle valutazioni più basse in Europa ed è anche ben al di sotto della media di lungo termine di 16. Valutazioni ancora più favorevoli si trovano attualmente per molte piccole e medie imprese. Non sono rari i rapporti P/E a una cifra, con capitalizzazioni di mercato inferiori al patrimonio netto e rendimenti da dividendo del 4-6%. Oltre alla riduzione dei tassi d'interesse, un fattore chiave sarà l'andamento degli utili delle aziende. La Germania è ancora in recessione nel primo trimestre e per l'intero anno si prevede solo una crescita minima del prodotto interno lordo, pari allo 0,2%. Per contro, il resto dell'Europa, gli Stati Uniti e persino la Cina sembrano superare gradualmente la debolezza della crescita. Questa è una buona notizia per le aziende tedesche collegate in rete a livello globale. La domanda estera è già tornata a crescere di recente in alcuni settori. Ci sono anche segnali di un'inversione di tendenza nella spesa dei consumatori. Gli alti salari dello scorso anno hanno aumentato in modo significativo il reddito disponibile. E se l'andamento dei prezzi continuerà a diminuire, ciò porterà a un significativo miglioramento del potere d'acquisto dei consumatori. In ogni caso, le aspettative di profitto per le aziende tedesche sono considerate positive per quest'anno, semplicemente a causa dell'allentamento della pressione sui costi delle materie prime. Se a ciò si aggiunge una domanda crescente da parte dei clienti, si potrebbero avere sorprese positive.

Ma, come sempre, dipende da un'attenta selezione delle società. Il calo dei tassi d'interesse, il graduale miglioramento dell'economia e il divario di valutazione tra le principali blue chip e le small cap ci suggeriscono di posizionarci correttamente per i prossimi trimestri con il nostro portafoglio di small cap valutate favorevolmente.

## 2. La Linea „In Germany“

Il portafoglio della Linea „In Germany“ ha ottenuto un aumento di valore del 10,1 % nel primo trimestre 2024. Questo risultato corrisponde alla performance del DAX, che è aumentato del 10,4 %. Siamo soddisfatti di questa performance, perché il portafoglio contiene prevalentemente aziende small e mid cap con una quota dell'89 %, che hanno già l'anno scorso e anche nel primo trimestre registrato una performance inferiore rispetto ai titoli di alta capitalizzazione inclusi nel DAX. Però, nel primo trimestre le azioni dell'industria manifatturiera, che costituiscono un punto focale dell'investimento nel portafoglio, hanno performato davvero bene. Questi titoli hanno beneficiato di tre cose: La bassa valutazione era risultata storicamente favorevole. Gli ordini in arrivo cominciano a stabilizzarsi e le misure di riduzione dei costi delle aziende stanno avendo un impatto positivo sugli utili. Siamo convinti che il primo trimestre era il punto di partenza per una performance migliore degli titoli industriali ciclici e titoli small cap.

Nel primo trimestre la Linea "In Germany" ha beneficiato del forte sviluppo del mercato azionario tedesco. Molti titoli nel nostro portafoglio hanno registrato ottime performance nei primi tre mesi 2024. Traton ha registrato la crescita più elevata con il 56 %, essendo già aumentato il 51% nel 2023. L'azione di Kion è aumentata del 26 %. Anche la crescita di SAF-Holland del 24 % è molto incoraggiante. Solo un promemoria: SAF-Holland è stato il top performer del 2023 con una performance del 72 %. Eccellente anche la performance del titolo Deutz, un produttore di motori per applicazioni off-highway, che a fine marzo è aumentato del 23 %. Come sempre, in un portafoglio ampiamente diversificato, ci sono presenti anche titoli con andamenti di prezzo negativi. Però, fortunatamente si tratta di un numero esiguo di titoli. Le azioni di Ceconomy, attivo anche in Italia sotto il marchio "MediaWorld" dal 1991, hanno perso del 25 %. I titoli Lanxess sono scesi del 13 %, cosa molto sgradevole, in quanto avevano già perso del 25% nel 2023. Lanxess naturalmente è legato alla difficile situazione dell'industria chimica tedesca. Ma come dimostrano per esempio BASF e Evonik, le cose stanno migliorando quest'anno. Secondo noi, e solo una questione di tempo prima che anche Lanxess beneficerà del miglioramento del settore. Ceconomy invece soffre per la debolezza della domanda dei consumatori. Ma se i tassi d'inflazione continuano a scendere e gli ultimi aumenti salariali aumentano il potere d'acquisto dei consumatori, anche Ceconomy beneficerà.

Negli ultimi tre mesi abbiamo venduto due titoli: Siltronic l'abbiamo venduto anche se l'azione non ha completamente raggiunto il suo valore intrinseco. Ma l'azienda ha comunicato che la debole domanda da parte dei clienti continuerà a frenare le vendite anche nel 2024. Poiché il prezzo delle azioni era ancora vantaggioso, abbiamo venduto per realizzare un buon profitto. Siemens Healthineers invece abbiamo venduto con un piccolo guadagno per creare liquidità per nuovi investimenti. Questi due nuovi investimenti sono Indus Holding e DBAG, entrambi holding industriali, attive principalmente in Germania. Mentre Indus detiene soprattutto aziende di trasformazione industriale, DBAG si concentra su aziende del settore IT, dei servizi e delle infrastrutture. Abbiamo acquisito entrambe le società a valutazione vantaggiose con una margine di sicurezza superiore al 30 %, e quindi la Linea "In Germany" è ben posizionato per una ripresa economica in Germania.

Il cash ratio di Linea "In Germany" è 11,4 % alla fine del primo trimestre 2024.

### 3. Traton SE, titolo nella Linea „In Germany“ con una performance superiore al 100 %



Traton SE è parte del gruppo Volkswagen. Anche se noi siamo convinti, che la Germania produca le migliori auto del mondo (forse con l'eccezione della Ferrari), non siamo contenti con le macchine di VW e ancor meno con l'azioni di VW. Noi preferiamo BMW e Mercedes! Però, nel gruppo Volkswagen c'è una perla! Traton, il produttore di camion! Traton è una azienda molto giovane, fondata solo nel 2018. Ma il gruppo è una fusione di marchi rinomati, come MAN che ha radici che risalgono al 1741, Scania, fondata nel 1891 a Malmö in Svezia o Navistar, l'azienda americana dello Stato della Virginia. Le cui origine risalgono al 1831.

La "Star" del gruppo è sempre Scania. Prodotti innovativi e un alto livello di soddisfazione dei clienti caratterizzano il marchio. Importante per gli azionisti, perché ha sempre margine di guadagno ad elevati livelli, anche rispetto al settore. In passato non era così a MAN. Prodotti affidabili, ma margini sempre mediocri. Negli ultimi tre anni MAN ha imparato dagli svedesi come si produce in modo efficiente. I risultati 2023 e inizio 2024 non sono male. Navistar è parte del gruppo Traton solo dal 2021. Il produttore americano è naufragato 15 anni fa con una tecnologia di scarico innovativa, che purtroppo non aveva funzionato. Nel frattempo avevano acquistato motori dalla Cummins, ma oggi possono acquistarli da Scania e MAN. Le quantità elevate migliorano i margini di tutti i partner.

La Linea "In Germany" ha investito in Traton ad un prezzo di circa 15 € con un rapporto prezzo/utili di 4. Per l'esercizio 2023 pagheranno un dividendo di 1,50 euro, pari al 10% del nostro prezzo di acquisto. Secondo la nostra calcolazione il valore intrinseco è poco inferiore a 50 €. Questo è il motivo per cui non vendiamo nemmeno dopo un guadagno di prezzo superiore al 100 %. C'è ancora circa il 50 % di profitto aggiuntivo.

Grazie mille per la vostra fiducia,

Georg Geiger, Value-Holdings AG

Risikohinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge. Der Wert der Fondsanteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Aufgrund ihrer Anlagepolitik können die Fonds von der generellen Entwicklung der Aktienmärkte abweichen, in denen die Fonds investiert sind. Rechtlich verbindliche Informationen entnehmen Sie bitte ausschließlich den Prospekten mit integriertem Anlagereglement sowie den aktuellen Geschäfts- beziehungsweise Halbjahresberichten der Fonds, welche bei der Fondsleitung und der Depotbank kostenlos erhältlich sind. Dieser Quartalsbericht dient daher nur zu Informationszwecken und stellt keine Anlageberatung, sonstige Empfehlung und explizit kein Angebot zum Kauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten dar. Der Quartalsbericht begründet daher weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung des Quartalsberichts, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Der Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen übernehmen wir keine Gewähr und haften nicht für Schäden, die durch die Verwendung des Quartalsberichts oder Teilen hiervon entstehen.

