



Linea „In Germany“

LETTERA AGLI INVESTITORI

quarto trimestre 2023

1. Sviluppo del mercato azionario tedesco

Gli investimenti in azioni tedesche sono stati premiati con buoni rendimenti nel 2023. L'indice azionario tedesco DAX ha chiuso a 16.752 punti a fine dicembre, pari a una crescita del 20,3%. Tutto è bene quel che finisce bene, è il modo in cui si potrebbe riassumere l'anno passato sulla base di questi dati. Ma non è così, perché l'andamento dell'anno non è stato affatto lineare. Anche i singoli segmenti di mercato hanno avuto un andamento molto diverso.

Dopo le precedenti perdite di prezzo nel 2022, il DAX ha iniziato i primi mesi del 2023 con aumenti di prezzo inaspettatamente forti. La guerra in Ucraina infuriava ancora, l'inflazione rimaneva a livelli elevati e le banche centrali non avevano ancora dato segnali di una prossima fine dei rialzi dei tassi. A marzo si è inoltre verificato il fallimento della banca americana Silicon Valley Bank e i problemi della svizzera Credit Suisse, in difficoltà a causa del rapidissimo rialzo dei tassi. Ma il pronto intervento delle banche centrali e delle autorità di regolamentazione hanno calmato i mercati, che dopo un leggero calo a marzo, il DAX ha continuato la sua ripresa fino alla fine di luglio raggiungendo un nuovo massimo storico di 16.470 punti. A questo punto però è sorta la domanda da dove, considerato il difficile contesto economico e politico, sarebbero arrivati i fattori che avrebbero potuto spingere il mercato ulteriormente verso l'alto. Oppure i prezzi erano già eccessivi vista la situazione attuale?

Di conseguenza, gli investitori si sono nuovamente concentrati su fattori negativi come l'inflazione e l'andamento dei tassi di interesse. Con tassi d'inflazione ancora troppo elevati, è apparso evidente che le banche centrali lasceranno invariato l'attuale livello dei tassi d'interesse per il momento. La riduzione dei tassi d'interesse era ancora fuori discussione; "più alti più a lungo" era la nuova narrativa. Tuttavia, questo significava anche che la questione della recessione e del relativo calo degli utili aziendali sembrava improvvisamente inevitabile. Di conseguenza, il DAX ha perso quasi 2.000 punti nei tre mesi successivi, perdendo così oltre il 10% dal suo massimo, il che significa che i guadagni di inizio anno erano quasi completamente svaniti nel nulla. Solo grazie a un forte sprint nei mesi di novembre e dicembre, il DAX ha raggiunto il buon risultato dell'anno, pari a +20,3%. Tuttavia, la buona performance non si è riflessa sull'intero mercato. I titoli tedeschi di seconda linea non sono riusciti a tenere il passo. L'SDAX ha comunque ottenuto un +17,1%, mentre l'MDAX era già molto indietro con un +8,0%. I titoli con una capitalizzazione ancora più bassa, al di sotto della famiglia DAX, sono andati anche peggio. L'indice Scale 30, ad esempio, che misura la performance del segmento delle piccole e medie imprese (PMI), è sceso del 16,9% l'anno scorso.

Se si dà un'occhiata alle valutazioni delle società, il quadro è molto contrastato. Sebbene i titoli preferiti dagli investitori abbiano già registrato multipli impegnativi negli ultimi mesi a causa del rally di fine anno, molte società industriali cicliche presentano ancora valutazioni relativamente attraenti. La valutazione complessiva del DAX con un P/E di 11,5 non è attualmente esagerata, soprattutto se si considera che i tassi di interesse hanno ormai raggiunto il loro massimo e le speranze di tagli dei tassi di interesse nella seconda metà dell'anno sono giustificate. Per quanto riguarda gli utili aziendali, molte aziende hanno iniziato il nuovo anno con aspettative caute. Per le singole aziende ciò potrebbe portare a risultati deludenti nei prossimi trimestri con un corrispondente andamento negativo delle quotazioni azionarie. Tuttavia, se si guarda un po' più lontano nel futuro, e i mercati azionari di solito stanno già valutando le aspettative per i prossimi 6 - 9 mesi, l'ottimismo degli investitori potrebbe presto ritornare. Nonostante la necessaria cautela, siamo convinti che nei prossimi mesi potremo sfruttare nuovamente le opportunità d'investimento favorevoli per gettare le basi per una buona performance della Linea "In Germany".

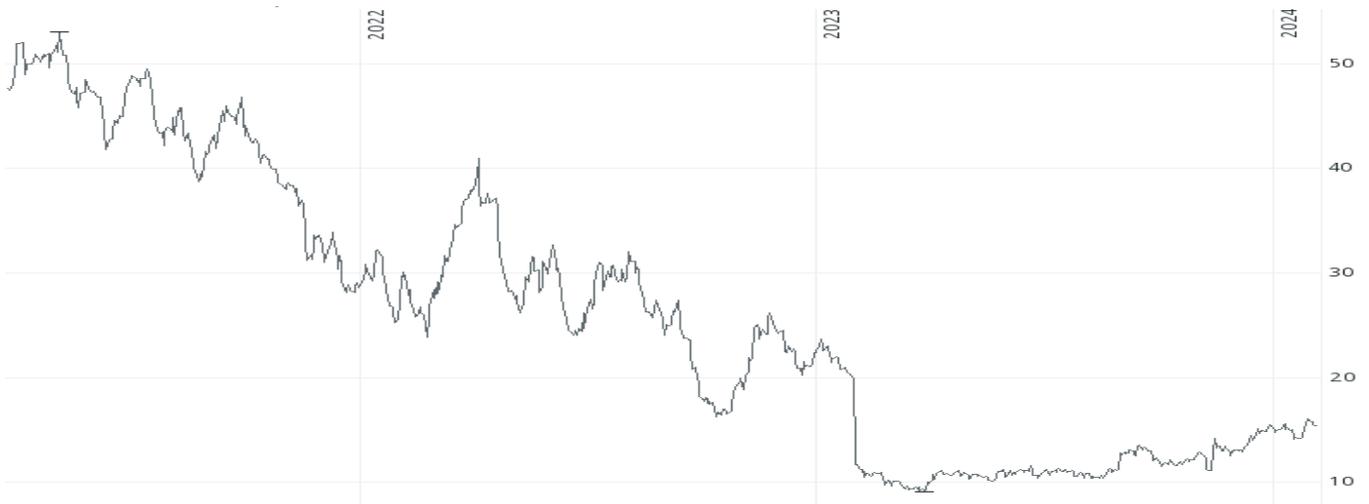
2. La Linea „In Germany“

Il portafoglio della Linea „In Germany“ ha ottenuto un aumento di valore del 19,4 % nel 2023. Questo risultato corrisponde quasi alla performance del DAX, che è aumentato del 20,3 %. Siamo soddisfatti di questa performance, perché il portafoglio contiene prevalentemente aziende small e mid cap con una quota dell'83 %, che hanno registrato l'anno scorso una performance notevolmente inferiore rispetto ai titoli di alta capitalizzazione inclusi nel DAX, come abbiamo già descritto. Inoltre, le azioni dell'industria manifatturiera, che costituiscono un punto focale dell'investimento nel portafoglio, hanno sottoperformato le quotazioni delle società del settore dei servizi. Questa divergenza nell'andamento dei corsi azionari ha ulteriormente ampliato il divario di valutazione tra le grandi aziende/fornitori di servizi da un lato e le small cap/titoli industriali dall'altro. Anche se questo ci è costato la performance degli ultimi trimestri, siamo convinti che i titoli industriali ciclici e i piccoli titoli small cap inizieranno una ripresa sproporzionatamente forte al più tardi quando saranno probabili i primi tagli dei tassi d'interesse, la domanda dei consumatori tornerà a crescere e la destoccaggio nell'industria si concluderà.

Anche la Linea "In Germany" ha beneficiato del forte sviluppo del mercato azionario nei mesi di novembre e dicembre, con il DAX salito da circa 14.700 punti a 16.800 punti durante questo periodo, realizzando una performance del +6,4 % in entrambi i due mesi. Molti titoli nel nostro portafoglio hanno registrato ottime performance nel 2023. SAF-Holland ha registrato la crescita più elevata con il +72 %. L'azione di Hochtief, che avevamo già venduto e poi riacquistato, lo scorso anno è aumentata del 71 %. Anche la crescita di Traton del 51 % è molto incoraggiante. Eccellente anche la performance del titolo Friedrich Vorwerk, che abbiamo acquistato solo nel marzo 2023 e che a fine anno è aumentato del 67 %. Dopo vorremmo presentarvi più in dettaglio la Friedrich Vorwerk SE. Purtroppo nel portafoglio sono presenti anche titoli con andamenti di prezzo negativi. Fortunatamente, si tratta di un numero basso di titoli. Le azioni di Ringmetall, ad esempio (alcuni di voi ricorderanno gli anelli di chiusura per i fusti che ho portato alle presentazioni in Italia), sono scese del 26 %. Non è andata molto meglio a Lanxess, che ha perso il 25%. Entrambi sono legati all'attuale difficile situazione economica dell'industria chimica, dove la domanda dei clienti sta attualmente deprimendo le vendite e allo stesso tempo gli alti costi energetici in Germania mettono a dura prova i margini di profitto. In quanto l'azienda chimica specializzata, Lanxess, è direttamente colpito, Ringmetall lo è indirettamente, perché la maggior parte degli anelli di chiusura vengono prodotti per fusti forniti all'industria chimica. Abbiamo approfittato dei prezzi bassi di entrambi i titoli nel corso dell'anno e aumentato le posizioni perché riteniamo che entrambi i titoli siano significativamente sottovalutati.

L'anno scorso le azioni di BMW, Heidelberg Materials e Takkt hanno raggiunto il loro valore intrinseco e siamo riusciti a vendere questi investimenti con un buon profitto. L'anno scorso abbiamo effettuato i nostri primi investimenti in Friedrich Vorwerk, Hornbach, Vossloh, Indus Holding e DBAG. Siamo riusciti ad acquistare tutti e quattro questi titoli con una margine di sicurezza superiore al 30 %, tanto che il valore intrinseco è superiore al 50 %. Il cash ratio di Linea "In Germany" è sceso al 3,6 % entro la fine del 2023 grazie agli investimenti effettuati.

3. Friedrich Vorwerk Group SE, un nuovo titolo nella Linea „In Germany“



Il Gruppo Friedrich Vorwerk SE è un fornitore di infrastrutture energetiche per l'elettricità, il gas e l'idrogeno. L'azienda è stata fondata nel 1962 e vanta un elevato livello di competenza tecnica nella progettazione, costruzione e gestione di infrastrutture energetiche. I suoi clienti sono principalmente aziende fornitrici di energia, gestori di reti, aziende industriali e autorità locali. La transizione energetica europea comporta una riorganizzazione fondamentale dei mercati energetici, di cui Vorwerk sta beneficiando in modo significativo nei mercati principali del gas naturale, dell'elettricità e dell'idrogeno e, in misura crescente, anche del teleriscaldamento. Vorwerk quindi è un beneficiario della transizione energetica europea e prevede una crescita molto dinamica e redditizia nei prossimi anni. Negli ultimi anni, Vorwerk ha realizzato un fatturato di poco superiore ai 350 milioni di euro. Grazie ai nuovi ordini per la realizzazione della transizione energetica, l'anno scorso il portafoglio ordini di Vorwerk è passato da 400 milioni di euro a oltre 1 miliardo di euro. Questi ordini garantiranno la crescita dinamica prevista per i prossimi anni.

Friedrich Vorwerk SE è stata quotata in borsa tramite IPO nel marzo 2021 come parte del boom delle azioni dell'idrogeno. Il prezzo di emissione è stato di 45 € per azione. Dopo un primo rialzo a 53 €, con la fine del boom dell'idrogeno in Borsa il titolo è sceso sotto i 10 €. Secondo la nostra valutazione, il titolo era decisamente sopravvalutato al momento dell'IPO. Warren Buffett una volta disse, valutazione significa contare il denaro, non le speranze e i desideri. Probabilmente il mercato azionario aveva riposto troppe speranze nei prezzi iniziali dell'IPO di Vorwerk... Secondo il nostro "conteggio del denaro", ovvero la valutazione dei primi rapporti annuali della Vorwerk e le aspettative commerciali derivanti dagli ordini in arrivo, il valore intrinseco era poco inferiore a 20 €. Con l'acquisto delle azioni Vorwerk ad un prezzo di 9,26 € abbiamo investito con un margine di sicurezza superiore al 50 %. Questo ci dà la possibilità di ottenere un guadagno di circa il 100% se il prezzo delle azioni in borsa raggiunge il valore intrinseco calcolato da noi.

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.