



Linea „In Germany“

LETTERA AGLI INVESTITORI

quarto trimestre 2024

1. Sviluppo del mercato azionario tedesco

Uno sguardo all'indice azionario tedesco DAX porta a concludere che il 2024 è stato un anno di successo per le azioni tedesche. L'indice principale della borsa tedesca ha chiuso l'anno a 19.909 punti, un aumento del 18,8% rispetto alla fine del 2023. Tuttavia, nonostante la buona performance del DAX, molti investitori sono insoddisfatti del suo andamento. Perché? Il fattore più importante è che la tendenza al rialzo non è stata guidata dall'ampiezza delle azioni quotate. E questo è stato anche il caso del DAX: L'azione SAP da sola è responsabile di circa il 40% dell'aumento del DAX. Inoltre, i primi sette titoli del DAX che sono aumentati di più (Siemens Energy, Rheinmetall, SAP, Munich Re, Allianz, Deutsche Telekom, Siemens) sono stati responsabili del 96% dell'aumento dell'indice. Al contrario, ciò significa che i restanti 33 titoli del DAX non hanno guadagnato nulla, anzi, la maggior parte di essi ha registrato perdite elevate. Se poi si guarda alla performance delle mid e small cap, il quadro è ancora più fosco. L'MDAX ha perso il -5,7 % del valore l'anno scorso, mentre SDAX è sceso del -1,8 %.

Il contesto dei mercati azionari nel quarto trimestre è stato nuovamente caratterizzato da tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali. A dicembre, la Federal Reserve statunitense ha abbassato nuovamente il tasso di interesse di riferimento dello 0,25%. Si è trattato del terzo taglio di fila, dopo che i tassi di interesse erano stati precedentemente portati al livello più alto negli ultimi 23 anni per combattere l'inflazione. Tuttavia, in America sono previsti meno tagli dei tassi di interesse per il 2025 rispetto a quanto inizialmente ipotizzato, poiché l'inflazione negli Stati Uniti è già tornata a salire. La Banca Centrale Europea (BCE), invece, dovrebbe fare un po' di più. In Europa l'inflazione è diminuita in modo più marcato e l'economia ha un andamento peggiore rispetto all'America. La Germania ha subito il secondo anno consecutivo di recessione e le prospettive per il 2025 sono anch'esse modeste. Ciò offre alla BCE un margine di manovra per abbassare ulteriormente i tassi di interesse. Se i tassi di interesse in Europa venissero effettivamente abbassati di altri quattro gradini fino al 2%, come si aspettano i mercati, ciò sosterebbe l'economia dell'Eurozona e forse le avvertenze sulle small cap europee potrebbero dissiparsi. In ogni caso, ci sono abbastanza società valutate favorevolmente. Nell'ultimo anno i titoli di piccole dimensioni hanno sofferto di una pressione sui prezzi, indipendentemente dallo sviluppo delle loro attività. Di conseguenza, le differenze di valutazione tra le grandi blue chip e le small cap sono diventate estreme. Mentre i driver di prezzo dell'ultimo anno nel DAX sono per lo più quotati con rapporti prezzo/utigli compresi tra 20 (Siemens Healthineers) e 40 (SAP), i titoli del SDAX come Indus, KSB e Hornbach possono ancora essere acquistati con rapporto prezzo/utigli compresi tra 7 e 8. Inoltre, i margini dei titoli small e midcap sono attualmente a un livello basso a causa della debole situazione economica. Se quest'ultima si normalizzerà, vi sarà quindi un grande potenziale di miglioramento degli utigli, che potrebbe portare a un significativo aumento dei prezzi delle azioni.

In sintesi, il risultato è il seguente: la situazione attuale è torbida, sia nell'economia tedesca che nel mercato azionario dei titoli small e mid cap. Ma questo può anche generare la consapevolezza di un necessario cambiamento. Non si osa sperare, ma forse le elezioni del 23 febbraio daranno vita a un governo migliore. E se, ad esempio, si riuscisse a rendere credibile che la riduzione della burocrazia questa volta non sarà solo a parole, si potrebbe tirare un sospiro di sollievo e stimolare gli investimenti. Le aspettative in politica sono così basse che sarebbe facile superarle nella realtà. E le basse aspettative combinate con sviluppi leggermente migliori potrebbero innescare sorprese positive! Questo ci fa sperare che i nostri fondi, con la loro elevata ponderazione di titoli di seconda linea, siano in grado di battere nuovamente l'andamento del DAX in futuro, com'è regolarmente accaduto in passato.

2. La Linea „In Germany“

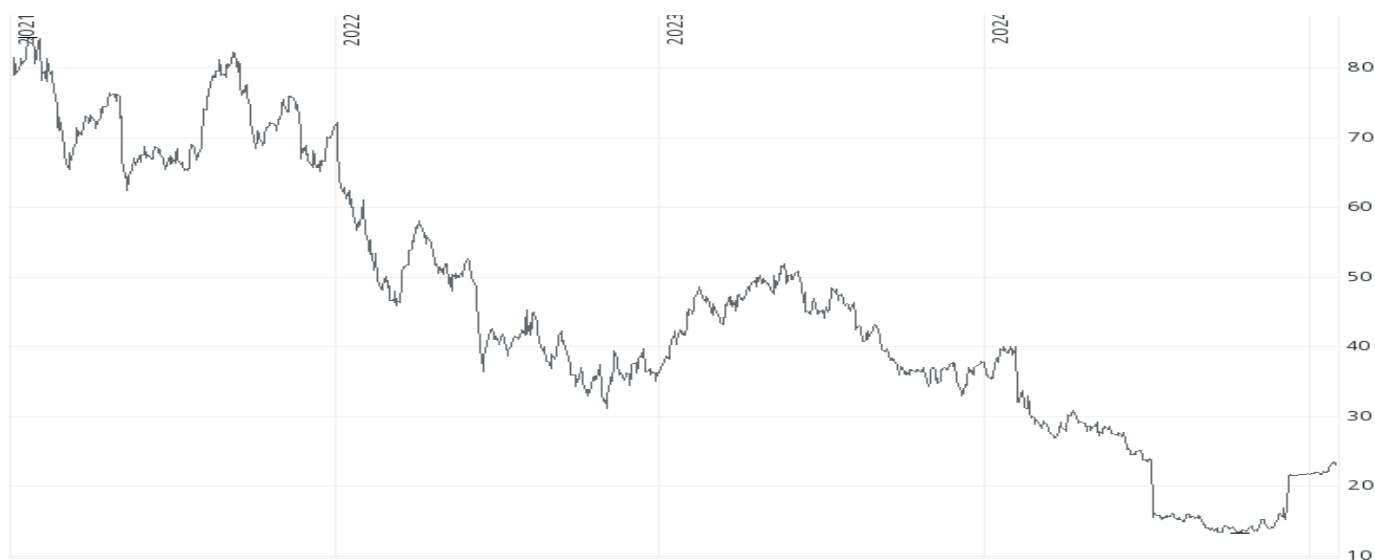
Nell'anno 2024 la performance della Linea „In Germany“ è del 7,1%. Questo risultato è solo leggermente inferiore al nostro obiettivo di rendimento a lungo termine dell'8 - 9 %. Ma tuttavia non siamo del tutto soddisfatti. Ciò è dovuto al fatto che l'indice di riferimento tedesco DAX è aumentato del 18,8%. Il motivo è che il portafoglio della Linea "In Germany" contiene prevalentemente aziende small e mid cap. La quota dei titoli small e mid cap è di circa 84%, il peso dei titoli di grande capitalizzazione invece è solo del 16%, di questi il 10% titoli dal DAX. E molte di queste aziende piccole e medie non hanno avuto un anno facile sul mercato azionario.

I titoli più performanti nel 2024 sono stati Traton (+ 31%), q.beyond (+ 22%) e Fresenius (+20%). Siamo molto contenti dell'andamento di Traton, produttore di camion, che abbiamo presentato un anno fa. Allora nell'anno 2023 il prezzo dell'azione Traton in borsa era aumentato più del 100%. E nel 2024 è aumentato di un'ulteriore 31%. Traton ha fatto i suoi compiti. Nonostante il mercato degli autocarri sia in calo, il fatturato è aumentato e gli utili sono rimasti ad un livello elevato. Poiché si prevede che il mercato si riprenderà presto, il titolo Traton dovrebbe continuare ad avere un elevato potenziale di rialzo. Anche q.beyond ha fatto i suoi compiti. Mentre gli utili dell'azienda erano ancora negativi nel 2023, i margini sono migliorati di trimestre in trimestre nel 2024 e si prevede finalmente un utile netto per il 2025. Il mercato azionario ha premiato questo sviluppo positivo con un aumento del 22% del prezzo delle azioni. E anche Fresenius ha avuto un buon anno in borsa con un aumento del 20%. In seguito al deconsolidamento di FMC e alla vendita di Vamend, Fresenius si sta concentrando sul suo core business. Purtroppo, ci sono anche alcuni titoli che non se la passano bene. Ma Sto (-24%), Kion (-18%) e Lanxess (-17%) stanno soffrendo soprattutto per la debolezza dell'economia. Ma siamo convinti che questi titoli miglioreranno significativamente una volta che l'economia si sarà ripresa.

Negli ultimi mesi abbiamo effettuato solo poche transazioni. In portafoglio ci sono molte aziende in cui abbiamo investito a prezzi molto bassi e con valutazioni davvero modeste. E, per fortuna, nonostante le difficoltà economiche, la loro attività sta andando bene. Pertanto, non c'era bisogno di grandi cambiamenti. Ma abbiamo acquistato un titolo molto interessante a fine ottobre. Ve lo presentiamo nella pagina seguente, è CompuGroup Medical SE. Abbiamo venduto anche un titolo in ottobre: Friedrich Vorwerk AG, l'impresa di costruzioni di infrastrutture energetiche, che vi abbiamo presentato nella lettera degli investitori dal quarto trimestre 2023. Vorwerk è stata quotata in borsa tramite IPO nel 2021 come un beneficiario della transizione energetica europea. E si sono aggiudicati ordini molto importanti, ma l'elaborazione ha inizialmente causato problemi. Ed è per questo che il prezzo delle azioni è sceso dal suo TOP dopo l'IPO da 53 € a 9 €. A questo punto abbiamo acquistato, poiché il valore intrinseco che avevamo calcolato era di poco inferiore a 20 €. In seguito abbiamo avuto regolari colloqui con il consiglio di amministrazione della società, che ci ha illustrato le misure che Vorwerk avrebbe adottato per tornare alla redditività di un tempo. I margini sono nuovamente migliorati dall'inizio del 2024 e l'azienda si è aggiudicata altri importanti ordini. Quindi il valore intrinseco è salito a 29€. Non ci è voluto molto tempo finché questo valore fosse raggiunto in borsa e siamo riusciti a vendere Vorwerk con un profitto del 200%.

Alla fine del 2024 la liquidità della Linea "In Germany" era del 23,1%. La liquidità era aumentata notevolmente, poiché la posizione di Vorwerk era diventata molto grande dopo che il titolo era triplicato. Inoltre, il nuovo investimento CompuGroup, che avevamo acquistato solo in ottobre, è stato venduto nuovamente in dicembre, aumentando ulteriormente la liquidità. Questo significa, che abbiamo abbastanza fondi per investire in tre o quattro nuovi titoli, se "Mr. Market" ci dà l'opportunità di investire con un buon "margine di sicurezza". Ma non è così facile trovare aziende che promettono profitti così alti in così poco tempo come Vorwerk e Compugroup Ma alla fine, ce la faremo!

3. Le storie fanno muovere i mercati azionari: CompuGroup Medical SE



“Se si investe in una buona azienda con un buon management, ma ad un prezzo troppo alto, non è un buon investimento.” Questa è una delle nostre regole. E questa regola era importante nel caso di CompuGroup Medical, l’azienda che vorremmo presentarvi oggi. CompuGroup è un’azienda di software i cui programmi sono utilizzati nel settore medico, principalmente in ospedali, studi medici e farmacie. Sono leader di mercato in Germania e in altri Paesi europei; è il numero tre negli Stati Uniti. Complessivamente, con 9.000 dipendenti, generano un fatturato di circa 1,1 miliardi di € ed un risultato operativo di poco inferiore a 120 milioni €. Ma quando si guarda all’andamento del prezzo delle azioni, ci si chiede che cosa sia successo. La risposta è facile: Non è cambiato nulla nell’azienda, ma la “storia” si, è cambiata. In Germania, la prescrizione elettronica dovrebbe essere già stata introdotta nel 2021. La necessità di un nuovo software tra i medici e le farmacie nei prossimi anni è stata riconosciuta dagli investitori, facendo salire il prezzo delle azioni a un livello tale da sopravvalutare significativamente l’azienda. Quando l’introduzione della prescrizione elettronica è stata rinviata fino al 2025, l’euforia degli investitori è svanita e il prezzo delle azioni è sceso da 84 € a 13 € nel giro di 4 anni. Dato che avevamo calcolato il valore intrinseco a 23 €, questa è stata una buona opportunità di acquisto in ottobre. Tuttavia, anche la famiglia Gotthardt, azionista di maggioranza di CompuGroup, se ne era resa conto e aveva preparato un’offerta pubblica di acquisto insieme alla società di private equity CVC. Il prezzo dell’offerta di 22 € era vicino al nostro obiettivo e quindi siamo riusciti a realizzare un profitto del 60% in soli due mesi, per il quale avevamo ipotizzato un periodo di detenzione di ben tre anni... A volte “Mr. Market” è molto generoso!

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