



VALUE-HOLDINGS
Aktiengesellschaft



Linea „In Germany“

LETTERA AGLI INVESTITORI

primo trimestre 2025

1. Sviluppo del mercato azionario tedesco

Tutto sommato, i mercati azionari tedeschi ed europei possono vantare un buon inizio del 2025. Dopo che per molti anni i mercati azionari europei sono stati lasciati indietro rispetto a quelli statunitensi, dall'inizio dell'anno abbiamo visto un'inversione di tendenza a favore dell'Europa e della Germania. Nel primo trimestre, il DAX è aumentato di un buon 11 % e l'Eurostoxx 50 ha guadagnato il 5%. In confronto, lo S&P 500 statunitense è sceso di oltre il 5%. Nel complesso, osserviamo un crescente rischio di rallentamento economico negli Stati Uniti e quindi risulta il potenziale per i mercati azionari europei di tornare sempre più al centro dell'attenzione degli investitori. In Germania, i mercati azionari sono stati caratterizzati soprattutto dal quadro politico. Si sono tenute nuove elezioni dopo il crollo della "coalizione Ampel" ("coalizione semaforo"), dopo i colori dei partiti SPD (rosso) FDP (giallo) e Grüne (verde). I risultati indicano una grande coalizione centro/sinistra (CDU/CSU/SPD). In particolare, l'annuncio del probabile futuro cancelliere Friedrich Merz, di un aumento significativo degli investimenti nella difesa e nelle infrastrutture, ha fatto salire le azioni tedesche. Per le infrastrutture è previsto un programma di investimenti di 500 miliardi di euro. Per attuare il programma, il vecchio Bundestag ha allentato il freno al debito. Gli investimenti potrebbero essere particolarmente promettenti per le PMI tedesche. I titoli tedeschi di piccole e medie capitalizzazioni in particolare, hanno sofferto del debole sviluppo economico della Germania negli ultimi anni. Molte di queste aziende hanno fatto i compiti e ridotto la loro base di costi. Un leggero vento di coda economico può quindi portare rapidamente ad una crescita degli utili e ad un nuovo aumento dei prezzi delle azioni.

Oltre all'atteso stimolo della politica fiscale, anche la politica della banca centrale in Europa potrebbe avere un effetto di sostegno. A marzo, la BCE ha abbassato i tassi di interesse di riferimento per la seconda volta quest'anno. Il taglio dei tassi è possibile in quanto l'inflazione nell'Eurozona ha continuato a diminuire, a marzo era solo del 2,2 %. Ciò significa che ci sono buone probabilità che la BCE riduca ulteriormente i tassi di interesse nel corso dell'anno. La politica della banca centrale consentirà alle imprese di ridurre i costi di finanziamento, rendendo più interessanti gli investimenti. Questo stimolo sosterrà lo sviluppo economico dell'eurozona. Anche la pubblicazione dei bilanci per l'anno finanziario 2024 è stata solida. Dopo il graduale indebolimento dell'economia tedesca dello scorso anno, la situazione si è stabilizzata verso la fine dell'anno e la maggior parte delle aziende è riuscita a raggiungere le proprie previsioni. Sebbene molte aziende siano ancora caute dall'inizio dell'anno, ci sono segnali ottimistici per la seconda metà dell'anno. Dopo molti anni di sviluppo economico debole, la Germania potrebbe quindi riprendere lentamente lo slancio.

La politica tariffaria del Presidente americano Trump rimane un rischio per i mercati. In una guerra tariffaria ci sono solo perdenti e i consumatori americani in particolare sarebbero colpiti dai dazi sotto forma di prezzi più alti. La situazione è difficile da valutare anche perché gli annunci di Trump sono spesso molto spontanei e vengono spesso utilizzati come merce di scambio. Nelle discussioni con le aziende, la maggior parte di esse prevede di aggiungere tariffe più alte ai propri prezzi. Una politica di aumento dei dazi, quindi, spesso non raggiunge l'obiettivo di rilanciare l'economia nazionale e porta ad una diminuzione del potere d'acquisto dei consumatori e quindi a un rallentamento dell'economia a causa dell'aumento dei prezzi.

Nel complesso, nonostante i rischi, siamo cautamente ottimisti per il resto dell'anno. In primo luogo, le valutazioni delle nostre società in portafoglio rimangono moderate e, in secondo luogo, molte delle società cicliche sono abituate alle incertezze e alla volatilità dei mercati finali, il che significa che si sono adattate alle condizioni generali. Lo strumento di gestione del rischio più importante per noi, rimane il collaudato approccio all'investimento. Se nel vostro portafoglio avete modelli di business validi e redditizi e li avete acquistati a sconto rispetto al loro valore intrinseco, sarete in grado di superare meglio le fasi di volatilità. Speriamo che questo funzioni nel nostro portafoglio!

2. La Linea „In Germany“

Nel primo trimestre 2025 la performance della Linea „In Germany“ è del 14,3%. Questo risultato è migliore rispetto al DAX con l'11,3%. Abbiamo sempre tenuto le small cap molto più interessanti delle blue chip, e ora è stato ripagato che il portafoglio della Linea "In Germany" contiene prevalentemente aziende small- e mid cap. Siamo convinti che queste aziende piccole e medie, dopo tre anni faticosi del mercato azionario, continueranno a sovraperformare in un contesto economico molto più promettente.

I titoli più performanti nel primo trimestre 2025 sono stati Deutz (+67%), Vossloh (+52%) e Wacker Neuson (+42%). Pensiamo che voi in questo contesto ricorderete Deutz, il produttore di motori per applicazioni off-highway. Sono stati menzionati più volte tra i vincitori e anche tra i perdenti; è una azione molto volatile. Negli ultimi tre mesi il prezzo è aumentato perchè gli investitori si aspettavano effetti positivi dal programma di investimenti tedesco, soprattutto sul settore edile. E Deutz produce soprattutto motori per macchine edili. Lo stesso vale per Wacker Neuson. Loro producono macchinari edili e sono cliente di Deutz. L'azione di Vossloh non è così volatile, è in costante crescita. Ma scoprirete voi stesso nella pagina successiva perché abbiamo acquistato Vossloh.

Nell'ultimo trimestre c'erano solo due titoli in portafoglio con un andamento negativo: Hugo Boss (-22%) e Schaeffler (-17%). Voi italiani vi chiederete: come si fa ad investire in un'azienda di moda tedesca come Hugo Boss? Quando si parla di moda, l'Italia è semplicemente migliore! Sì, possibile, ma Hugo Boss è un'ottima azienda, con indici di bilancio stabili e fattori di valutazione molto bassi. E sì, negli ultimi mesi hanno sofferto a causa del basso livello di fiducia dei consumatori e, più recente, del dibattito sui dazi sulle importazioni in America. Come quasi tutte le aziende di moda, Boss produce in Asia, soprattutto in Cina. Schaeffler soffre ancora della debolezza dei dati di registrazione delle nuove macchine in Europa ed Asia.

Negli primi tre mesi del 2025, abbiamo effettuato quattro transazioni. Abbiamo venduto Fresenius e Freenet, comprato invece Draegerwerk e Jungheinrich. Fresenius, l'operatore degli ospedali in Germania e Spagna, era in portafoglio già dall'inizio della Linea "In Germany". Speravamo di poter vendere prima con un buon profitto, ma Fresenius ha avuto alcuni problemi operativi negli ultimi anni. Tuttavia, grazie alla recente focalizzazione sul core business, come abbiamo riportato nella nostra ultima lettera, il prezzo delle azioni è tornato a salire in modo significativo. Dopo aver raggiunto l'obiettivo di prezzo a fine febbraio, abbiamo venduto le azioni. Freenet invece, anche in portafoglio dall'inizio della Linea, è sempre stato un piacere detenere. Il prezzo delle azioni è salito costantemente, senza correzioni significative, e abbiamo sempre ricevuto dividendi con un rendimento di circa il 7% negli ultimi 3 anni. Inoltre, la vendita ha comportato un guadagno di prezzo del 50% circa. Con l'acquisizione di Draegerwerk, investiamo ancora una volta nel settore sanitario e nei prodotti della tecnologia di sicurezza. Negli ultimi anni, Draegerwerk ha migliorato in modo significativo la propria struttura dei costi ed è ora in grado di migliorare costantemente i propri margini. Il mercato azionario non lo aveva ancora riconosciuto quando abbiamo comprato e riteniamo che il prezzo abbia un potenziale superiore al 50%. E con Jungheinrich stiamo investendo in un modello di business simile a quello di Kion. Tuttavia, Jungheinrich si concentra sui carrelli elevatori, mentre Kion è più forte nei magazzini automatizzati a scaffali alti. Se l'economia tedesca ed europea dovessero riprendersi, Jungheinrich ne beneficerebbe ancora di più di Kion.

Alla fine del primo trimestre la liquidità della Linea "In Germany" era del 21,6%. Questo significa, che abbiamo abbastanza fondi per investire in tre o quattro nuovi titoli, se "Mr. Market" (o Mr. Trump?) ci da l'opportunità di investire con un buon "margine di sicurezza".

3. Treni, meglio in Italia o in Germania? Vossloh deve risolvere il problema!



I tedeschi sono normalmente noti per la loro puntualità e affidabilità. Purtroppo, questo non vale per Deutsche Bahn AG, l'operatore della rete ferroviaria tedesca. In Germania solo il 66% circa dei treni sono puntuali e alcuni collegamenti vengono completamente cancellati. Qui possiamo imparare dall'Italia, perché nel Bel Paese l'86% dei treni sono puntuali e le cancellazioni complete sono meno numerose. Anche il nuovo governo ha riconosciuto il problema, adesso pioggia di miliardi alle ferrovie tedesche! I denari vengono investiti soprattutto a ripristinare la rete ferroviaria vecchia. E Vossloh, produttore di componenti per l'industria ferroviaria, ne beneficerà in particolare. Analizziamo Vossloh da oltre 15 anni. Ma il titolo è sempre stato troppo caro, soprattutto dopo l'acquisizione da parte dell'industriale tedesco Heinz-Hermann Thiele, quando il prezzo dell'azione era superiore a 100 euro. Thiele ha concentrato le attività di Vossloh sul suo core business, i componenti e i servizi per le ferrovie. Tutto il resto, come la costruzione di locomotive e i componenti elettrotecnici, è stato venduto. Questo doloroso processo è durato più di 10 anni ed è costato molto denaro. Durante questo periodo, il prezzo delle azioni è sceso sotto i 40 euro. Quando la ristrutturazione è stata completata, a cavallo del 2022/23, e Vossloh è diventato un gruppo tecnologico ferroviario puro, abbiamo acquistato ad un prezzo di circa 40 euro. Il nostro coraggio è stato ora premiato anche dal programma di investimenti per migliorare l'infrastruttura ferroviaria e il prezzo delle azioni è già salito a 68 euro. Tuttavia, date le buone prospettive per i prossimi anni, il valore intrinseco è molto più alto.

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