



Linea „In Germany“

# LETTERA AGLI INVESTITORI

## primo trimestre 2026

## 1. Sviluppo del mercato azionario tedesco

La politica economica del governo Merz, con incentivi fiscali e la promozione degli investimenti attraverso il programma statale di investimenti, aveva alimentato la speranza che l'economia tedesca potesse prendere slancio quest'anno. Di conseguenza, il DAX ha registrato un avvio positivo ed è riuscito a mantenere il livello incoraggiante di circa 25.000 punti fino alla fine di febbraio. Ma poi è arrivato Donald Trump. Il presidente americano ha ordinato l'attacco all'Iran. Tutte le considerazioni economiche fatte in precedenza non valevano più. Il blocco dello Stretto di Hormuz ha interrotto l'approvvigionamento di petrolio e gas in gran parte del mondo, facendo schizzare i prezzi a livelli record. Sono emersi timori di inflazione che potrebbero portare alla fine della politica monetaria espansiva delle banche centrali. La reazione delle borse internazionali è stata brusca: il DAX ha perso il 12% in pochi giorni, scendendo a 22.300 punti a metà marzo. Dall'inizio dell'anno alla fine del primo trimestre, i titoli blue chip tedeschi hanno quindi perso il 7,4%. Le perdite registrate dai titoli a bassa e media capitalizzazione si sono attestate su livelli simili. All'inizio di aprile, dopo che era stata concordata una tregua di 14 giorni, i mercati azionari hanno registrato almeno un leggero recupero.

Come andrà avanti la borsa? Non sappiamo cosa succederà nel breve termine. Chiedetelo al signor Trump. Se la tregua reggerà o se sfocierà addirittura in una pace, chi sa. È piuttosto frustrante che i capricci di un solo uomo, per quanto potente, possano influenzare i mercati in modo così massiccio. Ma ciò che crediamo davvero di sapere è come funzionano le borse nel lungo termine. Loro sono uno specchio dello sviluppo economico di un paese e delle singole aziende. Oppure, come dice Benjamin Graham, il padre fondatore del value-investing: „In the short run, the market is a voting machine but in the long run it is a weighing machine“. Quindi mettiamoci al lavoro per pesare le società del nostro universo, proprio come abbiamo fatto le valutazioni già negli ultimi 35 anni!

Cosa dobbiamo tenere in considerazione in questo caso? I prezzi del petrolio non torneranno a breve termine ai livelli primo della guerra. Ci vorranno mesi prima che si risolva l'ingorgo nello Stretto di Hormuz e anni prima che gli impianti di estrazione danneggiati vengano riparati. I tassi di inflazione dovrebbero quindi essere più elevati di quanto auspicato dalle banche centrali. Per questo motivo, è meglio prepararsi a un vento contrario da parte delle banche centrali piuttosto che a un sostegno. Le borse, tuttavia, hanno già scontato questa eventualità. Quindi tutto dipenderà dall'andamento economico delle imprese. E in questo senso c'è speranza, anche se l'andamento economico generale risulterà leggermente frenato dalla guerra in Iran.

Nelle ultime settimane abbiamo sottoposto il portafoglio della Linea in Germany a una serie di stress test. Quali aziende andranno incontro a difficoltà se l'economia continuerà a indebolirsi? Quali modelli di business saranno messi in discussione dall'intelligenza artificiale e non potranno sopravvivere nella loro forma attuale? Quali aziende trarranno vantaggio dal programma di investimenti in Germania e registreranno un andamento positivo anche in periodi di debole crescita economica? Di conseguenza, abbiamo leggermente riorganizzato il portafoglio. Per questo motivo abbiamo venduto due dei 21 titoli e li abbiamo sostituiti con due nuovi. È possibile che ne scambiamo altri due, ma nel complesso si è confermato che il nostro portafoglio è ben strutturato anche per affrontare periodi più difficili.

Come ho già detto al "Kick off" a Tolcinasco in gennaio, quest'anno non aspetto una performance del 25 % come l'anno scorso. Ma il team di Value-Holdings ed io siamo convinti, che abbiamo composto un portafoglio che registrerà un andamento positivo sia quest'anno che negli anni a venire.

## 2. La Linea „In Germany“

Nel primo trimestre 2026 la performance della Linea "In Germany" era negativo con il -2,3 %. Dato che gli indici del mercato azionario tedesco erano ancora peggiori – DAX (blue-chips) -7,4 %, MDAX (mid-caps) -8,1 %, SDAX (small-caps) -4,0 % - non siamo delusi del nostro risultato. Ciò che ci rende particolarmente fiduciosi è che la situazione economica delle nostre aziende è molto stabile e lo dimostrano i prezzi azionari in borsa che hanno tenuto bene negli ultimi tre mesi.

In una fase di instabilità dei mercati azionari, l'andamento dei prezzi delle singole posizioni è ovviamente molto diverso. Purtroppo, tredici titoli registrano un andamento negativo, ma ci sono anche dodici titoli in rialzo.

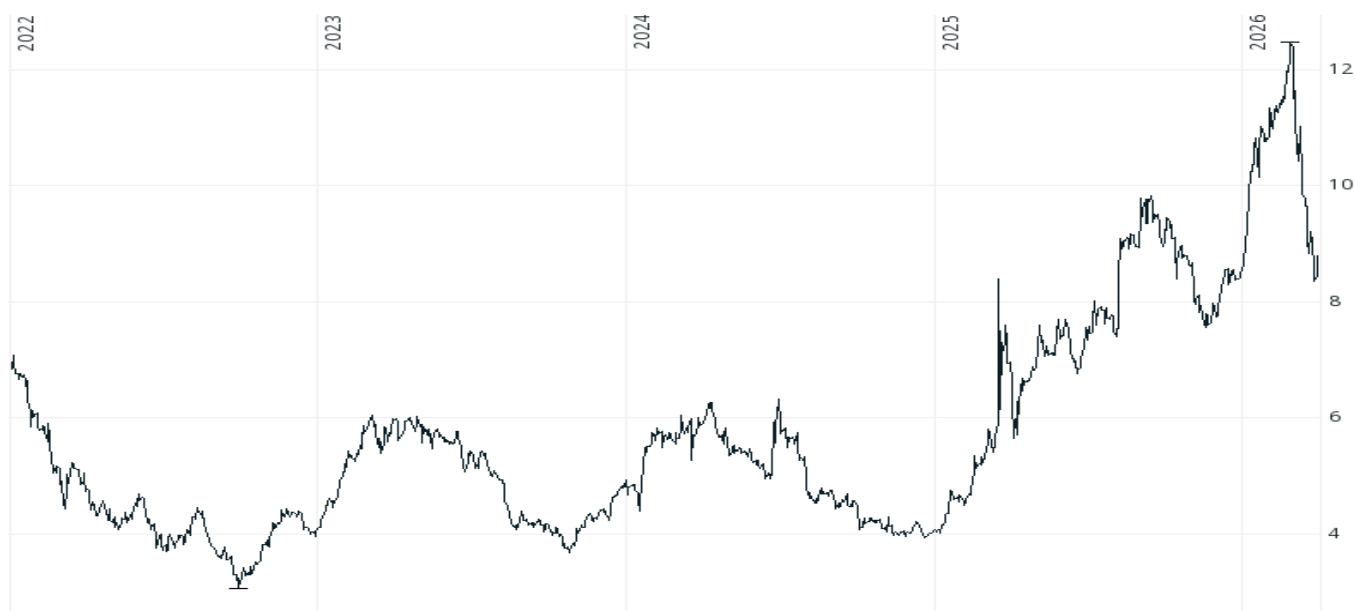
Iniziamo con i titoli con andamento negativo: Wacker Neuson, il produttore di macchine per l'industria di costruzione & agricoltura ha perso il -27 %. Ma per fortuna il motivo non risiede nell'andamento operativo. Alla fine dello anno scorso, l'azienda coreana Doosan Bobcat aveva intenzione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto (OPA) e per questo motivo il prezzo azionario era salito fortemente. Alla fine l'OPA è stata annullata, anche perché Doosan non è riuscita a garantire il finanziamento, e di conseguenza il prezzo è nuovamente sceso. A breve termine questo è certamente una delusione per noi, ma a lungo termine siamo contenti che Wacker Neuson rimanga in borsa. Infatti, se la ripresa nel settore edile tedesco si consoliderà, ci aspettiamo quotazioni nettamente migliori rispetto ai 26-28 € che Doosan avrebbe voluto offrire. In territorio negativo anche Kontron, in questo caso -17 %. Anche al produttore di componenti e software per l'IoT industriale gli risultati non erano male. Ma a quanto pare, alcuni investitori si aspettavano di più e per questo hanno venduto. Per noi non è un grande problema, finché l'andamento positivo degli affari continui.

I titoli più performanti nel primo trimestre 2026 sono stati Deutz e Draegerwerk. Deutz, il produttore di motori per applicazioni fuoristrada, ha raggiunto il valore intrinseco già all'inizio di febbraio e di conseguenza, abbiamo venduto tutta la posizione. Nella pagina successiva vi forniremo ulteriori informazioni su Deutz, perché secondo noi è un esempio illustrativo di come funziona la borsa. Siamo molto soddisfatti anche dell'andamento di Draegerwerk, che ha registrato un aumento del 32 %. I prodotti Draeger destinati agli ospedali e alla sicurezza degli edifici sono sempre stati molto apprezzati dai clienti. Tuttavia, Draeger raramente ha realizzato margini soddisfacenti. Ora, però, il management si concentra maggiormente sull'utile piuttosto che sulla crescita del fatturato. Ciò era già evidente dai risultati del 2025, in cui Draeger è riuscita a registrare un netto aumento degli utili. E la borsa ha premiato questo risultato con un significativo aumento del prezzo delle azioni del 32%.

Nel primo trimestre 2026 abbiamo effettuato solo poche transazioni. Oltre alla vendita di Deutz, abbiamo ceduto anche Indus e BASF. In entrambi i casi abbiamo adottato un approccio più cauto, poiché l'industria tedesca continua a registrare un andamento modesto. Per quanto riguarda Indus, siamo comunque riusciti a realizzare un guadagno del 37%. Per BASF, invece, il contributo al risultato è stato purtroppo leggermente negativo. Abbiamo acquistato anche tre titoli: Amadeus, un'azienda attiva nel settore della selezione del personale e della formazione professionale, Fuchs, un produttore di lubrificanti, e Jungheinrich. Jungheinrich conoscete bene, l'abbiamo venduta solo a luglio, dopo aver realizzato un profitto del 68 % in soli cinque mesi. Forse vi ricorderete la storia di Mr. Market che ho raccontato a proposito di Jungheinrich. Ora ci ha offerto nuovamente l'opportunità di rientrare ad un prezzo ragionevole.

Fino marzo la liquidità della Linea "In Germany" era del 16 %. Questo ci dà la possibilità di investire in nuovi titoli promettenti. Ma al momento siamo cauti. La situazione geopolitica cambia così rapidamente che non è facile distinguere tra ciò che rappresenta una buona opportunità e ciò che potrebbe rivelarsi un inganno.

### 3. Il prezzo in borsa ed il valore intrinseco



4 - 12 - 8? Cosa è giusta, qual'è il valore intrinseco corretto? Deutz abbiamo acquistato proprio all'inizio della Linea „In Germany“. Allora il prezzo delle azioni in borsa era poco più di 4 €. Data la natura ciclica dell'attività di Deutz, i prezzi in borsa sono sempre stati molto volatili. Ogni due o tre anni il prezzo passava da 4 € a 8 € per poi tornare regolarmente a 4 €. È stata quindi una buona idea acquistare a 4 € nella primavera del 2022, tanto più che, con un fair value da noi calcolato a 7 €, c'era anche un buon margine di sicurezza superiore al 40 %. Inoltre, era entrato in carica un nuovo CEO che voleva accelerare la crescita e migliorare la redditività del gruppo. E il titolo ha avuto un buon andamento nel periodo successivo, anche se con forti oscillazioni. La crescita del gruppo, sia organica che attraverso acquisizioni, nonché le prospettive di una migliore redditività, hanno fatto salire il valore intrinseco a 11 €. Ma poi si è aggiunta anche una fantasia militare. Attraverso l'acquisizione della società SOBEK, produttore di sistemi di propulsione high-tech utilizzati anche nei droni, Deutz è diventata un fornitore di tecnologia militare. Inoltre, anche motori di Deutz possono essere installati su autocarri militari e carri armati leggeri su ruote. Attraverso il programma di investimenti per l'esercito tedesco ha suscitato grande interesse per il titolo da parte degli investitori e il prezzo delle azioni è salito alle stelle. L'abbiamo venduta e abbiamo ricavato 11,24 per azione. Per un breve momento il titolo ha addirittura toccato 12 €, per poi scendere a 8,30 €. Finalmente anche gli investitori hanno capito che le storie ottimistiche non aumentano immediatamente il valore intrinseco. Tuttavia, questa fantasia che circolava in Borsa ci ha offerto l'opportunità di vendere Deutz con un guadagno di circa il 170 %. Ecco perché Warren Buffett afferma giustamente che non è possibile prevedere l'andamento dei mercati azionari, ma è possibile trarne vantaggio...

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