



Linea „In Germany“

LETTERA AGLI INVESTITORI

secondo trimestre 2026

1. Sviluppo del mercato azionario tedesco

La prima metà del 2026 è stata caratterizzata da una forte volatilità sui mercati azionari tedeschi, principalmente a causa delle decisioni del presidente statunitense Trump. L'attacco americano all'Iran ha causato un calo del 7 % dei prezzi azionari tedeschi nel primo trimestre. In seguito all'accordo di pace firmato a metà giugno, i prezzi sono risaliti, guadagnando circa il 10 % nel secondo trimestre. Il 30 giugno, il DAX si attestava a 24.996 punti, il 2,1 % in più rispetto alla fine del 2025. Le azioni tedesche sono quindi rimaste nettamente indietro rispetto ad altri mercati, come ad esempio quello americano. Ciò è dovuto anche al fatto che i temi attualmente al centro dell'attenzione, come l'intelligenza artificiale e l'esplorazione spaziale, sono scarsamente rappresentati nel DAX.

Le conseguenze del conflitto armato in Iran invece, si fanno sentire in modo molto diretto sull'economia globale e sulla borsa tedesca. La chiusura dello Stretto di Hormuz ha gravemente compromesso l'approvvigionamento energetico globale. L'aumento dei prezzi del petrolio e del gas sta mettendo a dura prova l'economia e alimentando l'inflazione. La Banca Centrale Europea ha reagito all'aumento dei prezzi e, l'11 giugno, dopo quasi tre anni di calo dei tassi di interesse, li ha alzati per la prima volta, dello 0,25%.

Pochi giorni dopo, è stato firmato un accordo di pace tra Stati Uniti e Iran, che prevedeva anche l'apertura dello Stretto di Hormuz. La speranza era che, una volta instaurata una pace stabile e ripristinato l'approvvigionamento petrolifero, i prezzi dell'energia si sarebbero nuovamente ridotti, rendendo superflui ulteriori aumenti dei tassi di interesse. Ma, come spesso accade quando Trump annuncia qualcosa, le cose sono andate diversamente. La pace non è durata, ci sono stati di nuovo sparatorie e bombardamenti, e lo Stretto di Hormuz è di nuovo chiuso. Dovremo quindi affrontare questo problema anche nella seconda metà dell'anno.

Per fortuna, però, ci sono anche argomenti più piacevoli. Il programma statale d'investimenti sta iniziando a dare i suoi frutti. Sempre più aziende con cui siamo in contatto stanno già negoziando progetti concreti nell'ambito del programma o hanno già ricevuto degli ordini. Ci è voluto del tempo, ma ora prevediamo che gli effetti positivi saranno visibili nei conti economici delle aziende nel 2027. E poi la crescita degli utili non sia più limitata ai soli vincitori dell'intelligenza artificiale, ma potrebbe includere un numero più ampio di aziende. Già oggi molte società tedesche stanno dimostrando una capacità di adattamento superiore a quella che il mercato aveva preventivato. I loro rendimenti si sono mantenuti buoni anche durante la recessione, e ora possono cogliere nuove opportunità redditizie. E ci sono alcuni titoli rimasti indietro, soprattutto industriali, dove le aspettative sono ormai così basse che basta smettere di deludere per tornare interessanti.

Molte storie aziendali di questo tipo dimostrano l'importanza della selezione dei titoli azionari. E poi di nuovo torna in gioco la "macchina per la pesatura", la „weighing machine“ di Ben Graham, di cui abbiamo parlato nella lettera precedente. E per questo abbiamo selezionato aziende per la linea „In Germany“ che trarranno vantaggio dal programma di investimenti a lungo termine e registreranno un andamento positivo anche in periodi di incertezza politica.

Con questi titoli siamo convinti che il portafoglio "In Germany" registrerà un andamento positivo sia quest'anno che negli anni a venire.

2. La Linea „In Germany“

Nel secondo trimestre 2026, la Linea "In Germany" è riuscita a recuperare terreno. Dopo il primo trimestre negativo (-2,3 %), i prezzi di molti titoli del portafoglio hanno registrato una ripresa e, di conseguenza, la Linea "In Germany" ha guadagnato il 4,2 % nel secondo trimestre. Pertanto, la performance del primo semestre si attesta al 1,8 %, quasi lo stesso livello del DAX (2,0 %) e poco inferiore del MDAX (3,9 %).

Sebbene negli ultimi tre mesi i mercati azionari siano stati ancora caratterizzati dall'incertezza e la BCE abbia anche aumentato i tassi d'interesse, alcuni titoli del nostro portafoglio hanno registrato un andamento piuttosto positivo. SAF-Holland, il produttore di componenti per autocarri e rimorchi, ha registrato un aumento del 23 % solo nel secondo trimestre e, dopo sei mesi, il titolo è del 33 % superiore al livello di fine 2025. L'azienda ha iniziato l'anno con un miglioramento della dinamica della domanda. Il flusso di cassa operativo è migliorato notevolmente e l'utile ante imposte ha registrato un forte aumento rispetto all'anno precedente. Questo andamento era possibile grazie al programma di efficienza "Drive 2030" che gli investitori hanno apprezzato. E anche la restituzione di capitale di SAF è interessante: nonostante la difficile situazione di mercato dell'anno precedente, a maggio il management ha distribuito un dividendo di 0,65 euro per azione e sta portando avanti parallelamente programmi di riacquisto di azioni proprie. Inoltre la valutazione della azienda in borsa è molto favorevole: I titoli sono scambiati con un rapporto prezzo/utili (P/E) moderato di 10,8, molto attraente per investitori orientati al valore.

Anche in terreno positivo: Kontron, fornitore di componenti e software per applicazioni industriali nell'ambito dell'IoT – Internet of Things. Sebbene negli ultimi anni Kontron abbia ampliato con grande successo le proprie attività nel campo dei componenti IoT e del software, in particolare nei settori della tecnologia ferroviaria, aerospaziale, energetica, medica e della difesa, e nonostante i margini siano aumentati in modo soddisfacente, il prezzo del titolo, tutto sommato, è rimasto pressoché invariato. Per questo motivo, il Consiglio di Amministrazione della società e il principale azionista taiwanese Ennoconn hanno continuato ad acquistare azioni, mentre la stessa Kontron ha proceduto al riacquisto di azioni proprie. A seguito degli acquisti diretti di azioni Kontron da parte di Ennoconn e dei riacquisti di azioni proprie effettuati dalla società stessa, Ennoconn ha superato la soglia del 30 % delle quote, il che ha determinato l'obbligo di presentare un'offerta pubblica di acquisto. Tuttavia, poiché Ennoconn non intende acquisire completamente Kontron, il prezzo offerto di 23,50 € corrisponde solo al prezzo minimo. Il prezzo offerto non include nemmeno un premio di acquisizione e per questo motivo non è interessante per noi. Manterremo quindi le azioni fino a quando «Mr. Market» non offrirà un prezzo adeguato in Borsa.

Purtroppo ci sono anche titoli con performance negativo in portafoglio. Ciò che ci infastidisce di più è il calo del titolo Amadeus Fire, che avevamo acquistato all'inizio dell'anno. Solo nel secondo trimestre il titolo ha perso il 20%; complessivamente siamo in ribasso del 50%. L'azienda continua a risentire della debole congiuntura economica in Germania e della marcata cautela delle aziende nelle nuove assunzioni. E perciò nel primo trimestre fatturato e EBITDA sono scesi, ma rispetto all'ultimo trimestre del 2025 il fatturato e il margine lordo sono migliorati. Questo ci fa pensare che il punto più basso possa essere stato raggiunto.

Nel secondo trimestre 2026 non abbiamo effettuato nessuna transazione. Dopo le vendite nel primo trimestre di Deutz, Indus e BASF e l'acquisto di Jungheinrich, nel complesso, siamo contenti con i titoli nella Linea "In Germany". Fino giugno la liquidità era del 17 %. Durante i mesi scorsi eravamo cauti con nuovi investimenti. Al momento, tuttavia, sembra che il calo dei prezzi stia aprendo nuove opportunità di investimento con un margine di sicurezza adeguato.

3. Il "Reform Hammer" tedesco, il programma d'investimenti infrastrutturali e le prospettive

Le prospettive per le azioni tedesche si delineano come uno scenario altamente stimolante, ma anche fortemente diviso. Da un lato ci sono venti contrari, soprattutto macroeconomici e geopolitiche, che frenano l'entusiasmo. Dall'altro ci sono impulsi mirati delle riforme e i giganteschi investimenti statali che creano concrete opportunità – in particolare nel segmento delle Small e Mid Cap.

Lo scontro macroeconomico e geopolitico rappresenta un freno per il mercato. Il conflitto tra Stati Uniti e Iran non si è concluso e lo Stretto di Hormuz rimane bloccato. Speriamo che non si finisca in una crisi energetica globale, ma i prezzi del petrolio e del gas si sono attestati su livelli elevati. L'aumento dei costi energetici fa salire anche i costi di trasporto e si ripercuote direttamente sui prezzi al consumo, cioè l'inflazione. A causa della ripresa dell'inflazione, la Banca Centrale Europea si trovava sotto pressione e quindi ha aumentato dei tassi. E se il conflitto non dovesse concludersi presto, potrebbero esserci ulteriori aumenti dei tassi d'interesse.

Però, ci sono anche catalizzatori positivi. Il governo tedesco sta contrastando questa crisi con contromisure massicce, che possono essere definite storiche! Sul fondo speciale per le infrastrutture abbiamo già parlato più volte, e ora gli investimenti stanno iniziando a dare i loro frutti. Ma dall'inizio di luglio è emerso un nuovo tema: Il „Reform Hammer“ tedesco. Il pacchetto completo di riforme approvato dal governo punta ad affrontare i problemi strutturali in tre ambiti: 1. Riduzione della burocrazia. Gli obblighi di segnalazione delle imprese dovrebbero essere completamente aboliti, a meno che l'autorità competente non sia in grado di giustificarne la necessità. Questo per le Small/Mid Cap significa meno tempo perso in scartoffie, una conversione più rapida degli ordini in fatturato reale e un miglioramento della redditività operativa. 2. Un mercato del lavoro più flessibile. La riforma punta a incentivare la produttività e a contrastare la carenza di manodopera qualificata attraverso una maggiore flessibilità: Le medie imprese tedesche sono quelle che soffrono maggiormente della carenza di lavoratori specializzati. Le misure consentono una maggiore flessibilità dell'orario di lavoro e incentivano i dipendenti a fare più ore senza essere penalizzati dalle tasse. Questo permette alle aziende di rispondere ai picchi di produzione senza dover necessariamente assumere nuovo personale. 3. Il sistema pensionistico pubblico (in parte) a capitalizzazione. Questo è il cambiamento strutturale più epocale! Significa che la Germania introduce per la prima volta una componente di investimento azionario statale per sostenere il sistema pensionistico pubblico. Anche se i fondi saranno investiti su scala globale e diversificata, al lungo termine significa la creazione di un ecosistema finanziario domestico più robusto, a beneficio della quotazione e del finanziamento delle imprese di medie dimensioni quotate a Francoforte. In sintesi: Buone notizie per azioni tedeschi!

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