SCM S.p.A
SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
società di intermediazione mobiliare

VALUE-HOLDINGS
Aktiengesellschaft



Linea „In Germany“

L E T T E R A A G L I I N V E S T I T O R I

terzo trimestre 2026

Value-Holdings Capital Partners AG, Bahnhofstrasse 30, 86150 Augsburg, Telefon. 0821/57 53 94,
Fax: 0821/57 45 75, E-Mail: info@value-holdings.de, Internet: www.value-holdings.de

1. Sviluppo del mercato azionario tedesco

Nei primi nove mesi dell'anno l'andamento della borsa tedesca è stato molto contenuto. Dopo che nel primo semestre i prezzi azionari, misurati in base al DAX, erano aumentati solo del 2 %, i mesi di luglio e agosto hanno registrato un andamento più positivo. Purtroppo, a settembre questi guadagni sono stati quasi interamente persi, cosicché il DAX ha registrato un aumento di appena il 2,9 % in nove mesi.

Cosa possiamo aspettarci nei prossimi mesi? Purtroppo il mondo è ancora in disordine. I conflitti armati in Ucraina e in Iran non sono ancora finiti. E per questo anche i temi dell’approvvigionamento energetico e dell’inflazione sono ritornati al centro dell’attenzione. La BCE ha quindi aumentato nuovamente i tassi di riferimento dello 0,25 % a settembre e la FED americana ha alzato i tassi per la prima volta dal 2023. I mercati obbligazionari hanno registrato un andamento debole, ma non solo a causa degli aumenti dei tassi di riferimento. Negli Stati Uniti anche i grandi investimenti delle aziende AI, finanziati prevalentemente tramite obbligazioni, stanno diventando una concorrenza per i titoli di Stato statunitensi. Inoltre, i mercati obbligazionari europei hanno risentito della difficile situazione di bilancio in Francia. Infatti, il rendimento dei titoli di Stato francesi è oggi superiore del livello delle titoli di Grecia e dell’Italia.

Ma nonostante tutto, la Germania sta mostrando segnali credibili di ripresa. Grazie agli stimoli fiscali e all’aumento delle esportazioni, la crescita del PIL ha raggiunto l’1 % su base annua nel secondo trimestre del 2026, superando la crescita cumulativa registrata nei sei anni precedenti. Riteniamo che i dati macroeconomici incoraggianti e la crescita degli utili giustifichino un approccio più costruttivo nei confronti dei titoli azionari tedeschi. Il panorama politico invece è più complesso a seguito delle elezioni regionali di settembre. Tuttavia, ciò non fermerà il programma di riforme, anche se al momento risulta meno ambizioso di quanto inizialmente sperato.

Nell’attuale contesto, siamo convinti che i seguenti approcci alla selezione delle società avranno buone prospettive: 1. i precedenti vincitori del ciclo fiscale. 2. titoli legati alla ripresa macroeconomica. 3. titoli influenzati dalle riforme dal lato dell’offerta. Nessuna grande economia ha registrato risultati così negativi come la Germania tra il 2019 e il 2025. La sovraccapacità cinese e la guerra della Russia in Ucraina hanno certamente avuto un ruolo, ma principali ostacoli alla crescita sono anche stati autoinflitti. L’insediamento di Friedrich Merz come Cancelliere nel maggio 2025 e l’allentamento nell’assunzione di debiti sono stati i primi passi per affrontare la situazione. I mercati azionari ne hanno dato riscontro, con il 2025 che si è rivelato l’anno migliore per i titoli tedeschi dal 2019. Ma da allora, lo slancio si è arrestato a causa dei dubbi sull’attuazione delle misure di stimolo.

D'altra parte, però, si sta già vedendo che i programmi di investimento stanno portando a un aumento degli ordini in molti settori. Ciò avvalora la nostra tesi secondo cui, in particolare molte società a piccola e media capitalizzazione, con una quota elevata del fatturato realizzata in Germania, registreranno una forte crescita degli utili a partire dal 2027. Se l’effetto positivo degli investimenti e, di conseguenza, anche la crescita degli utili dovessero consolidarsi, ciò dovrebbe sostenere i titoli azionari tedeschi anche attraverso un aumento delle valutazioni, attualmente molto basse. Si tratta di prospettive promettenti per uno sviluppo positivo della Linea “In Germany”, non solo quest'anno ma anche negli anni a venire.

2. La Linea „In Germany“

Il terzo trimestre 2026 ha ottenuto und grande successo per la Linea “In Germany” con una crescità pari a 5,4 % in un contesto in cui i titoli azionari tedeschi sono rimasti pressoché invariati. Pertanto, la performance della Linea “In Germany” dall’inizio dell’anno si attesta al 7,4 % e ha nettamente superato sia il DAX (+ 2,9 %) che l’MDAX (+1,0 %).

Il buon andamento della Linea “In Germany” nel terzo trimestre è stato sostenuto da numerosi titoli. I titoli che hanno contribuito maggiormente agli utili da luglio a settembre sono stati Wacker Neuson (+29 %), Evonik (+28 %) und GFT Technologies (+24 %).

Per Wacker Neuson, l’aumento del prezzo azionario è dovuto ai solidi risultati semestrali e alla conferma delle previsioni annuali, che erano state riviste al rialzo solo poco prima. Nel primo semestre, Wacker Neuson ha aumentato il fatturato del 17 % a 1,25 miliardi di euro e l’EBIT dell’87 % a 105 milioni di euro. Ciò ha gettato solide basi per il raggiungimento delle previsioni annuali. Il portafoglio ordini in crescita dell’azienda sta già beneficiando del programma di investimenti del governo, il che si traduce in un aumento degli ordini da parte del settore edile.

La debolezza del titolo Evonik ci ha a lungo frustrato. Ora sembra che anche il più grande gruppo chimico del mondo, la BASF, abbia compreso quanto sia diventato economico il gruppo di chimica speciale con sede a Essen. Da alcune settimane la BASF sta negoziando con gli azionisti di maggioranza in vista di un’acquisizione, con prezzi che si aggirano fino a 24 € per azione. Ciò supererebbe infatti il nostro obiettivo di prezzo. Sebbene il prezzo delle azioni non si sia ancora avvicinato del tutto a tale cifra, siamo comunque molto soddisfatti della performance del 28 % registrata nel terzo trimestre e del 53 % dall’inizio anno. Nei prossimi giorni valuteremo quanto sia probabile il successo di un’offerta pubblica di acquisto per decidere quando e a quale prezzo vendere le azioni di Evonik.

Il titolo GFT Technologies ha beneficiato di dati fondamentali positivi e di prospettive di crescita favorevoli. Ad agosto, la società ha presentato i risultati semestrali, che hanno registrato un aumento del fatturato del 6 % a 233 milioni di euro e dell’EBIT dell’ 8 % a 30 milioni di euro. Ancora più significativa, tuttavia, è stata la forte domanda di progetti di intelligenza artificiale e di modernizzazione. In qualità di fornitore di servizi IT per il settore bancario e finanziario, GFT beneficia di un’elevata domanda di migrazione al cloud e di intelligenza artificiale. Un segnale importante è stato dato da un importante contratto con la Deutsche Bank AG, che ha scelto GFT come partner di trasformazione per il passaggio dei propri sistemi bancari centrali a una piattaforma basata sul cloud. Dopo la fase di transizione, prevista per la fine del 2028, GFT beneficerà per altri 7 anni di contratti di assistenza derivanti da questo progetto. Il titolo GFT ha registrato un aumento del 24 % nel terzo trimestre e del 36 % dall’inizio dell’anno.

Come sempre, in un portafoglio ampiamente diversificato ci sono anche titoli in calo. Nel terzo trimestre si è trattato di Vossloh, Amadeus Fire e Lanxess, ciascuno con un calo di circa il 16 %. Sebbene i ribassi di questi tre titoli siano stati determinati da cause diverse, riteniamo che per ciascuno di essi vi sia una fondata speranza di un futuro andamento dei prezzi nuovamente positivo.

Nel terzo trimestre 2026 abbiamo effettuato quattro transazione: Due vendite e due acquisiti. DHL, il colosso logistico e anche Draegerwerk, il produttore di dispositivi medici, hanno raggiunto i loro Fair Value e di conseguenza abbiamo venduto. Al contrario, con Freenet e Fielmann siamo riusciti ad acquistare due nuovi titoli a prezzi nettamente inferiori al loro Fair Value con un margine di sicurezza adeguato.

3. Il mercato azionario non serve a prevedere l'andamento dei prezzi, ma a cogliere le opportunità! (Warren Buffett)



Sebbene negli ultimi anni l’andamento economico in Germania non sia stato particolarmente forte, si presentano comunque di tanto in tanto buone opportunità per acquistare a prezzi vantaggiosi azioni di aziende di successo. In qualità di investitori value, non dipendiamo da un andamento positivo del mercato, ma traiamo vantaggio dal fatto che sulle borse valori si verificano regolarmente valutazioni errate di singole società. Draegerwerk ne è un esempio tipico. I prodotti Draeger sono da anni molto richiesti dai clienti grazie alla loro elevata qualità e affidabilità. Tuttavia, negli ultimi anni i margini di profitto dell’azienda non sono stati altrettanto affidabili, con fluttuazioni regolari degli utili. Due anni fa, però, Draeger si è prefissata l’obiettivo di concentrarsi maggiormente sulla redditività piuttosto che sul fatturato e, di conseguenza, ha rinunciato a commesse in cui i margini erano troppo esigui o i rischi troppo elevati. Ciò ha dato i suoi frutti nel 2025 e all’inizio del 2026, con un netto aumento degli utili. Inoltre, Draeger beneficia dei crescenti investimenti nel settore sanitario, il che garantisce la crescita nei prossimi anni. Abbiamo potuto acquistare le azioni di Draeger all’inizio del 2025 a 55 € e già dopo poco più di un anno e mezzo il Fair Value calcolato da noi è stato raggiunto in Borsa. Di conseguenza, abbiamo venduto realizzando un profitto soddisfacente. Attualmente il prezzo è nuovamente in calo. Non avremmo nulla in contrario se “Mr. Market” ci offrisse nuovamente l’opportunità di rientrare in Draeger con un adeguato “margine di sicurezza”.

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