

Orientamento al valore con focus specifico sul mercato cinese. Fondo gestito con uno stile d'investimento basato sui fondamentali e una visione di lungo periodo. Portafoglio relativamente concentrato. Analisi approfondite, due diligence rigorose e analisti sul campo per monitorare il rischio di frode.

BANOR CAPITAL LTD

(Investment Manager)
Eagle House,
108-110 Jermyn Street,
London SW1Y 6EE (UK)
www.banorcapital.com

BANOR SICAV

19-21, route d'Arlon
Lussemburgo L-8009 Strassen
www.banorsicav.com

LINK FUND SOLUTIONS SA

(Management Company)
19-21, route d'Arlon
Lussemburgo L-8009 Strassen
www.linkfundsolutions.lu

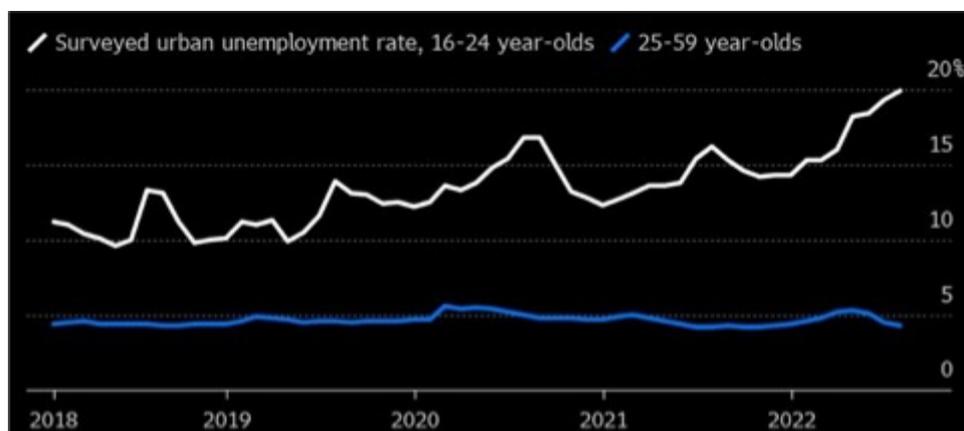
UNA STRADA ACCIDENTATA VERSO UN FUTURO PIÙ LUMINOSO

"Le previsioni possono offrire informazioni preziose su chi le fa, ma non vi dicono nulla sul futuro." – Warren Buffett.

"Non si può prevedere il futuro. Ma si può essere preparati." – Howard Marks.

Dal momento che il nostro compito è quello di scegliere aziende che sopravviveranno e prospereranno indipendentemente dal contesto economico, generalmente preferiamo non approfondire la situazione dell'economia cinese (inoltre, le previsioni possono essere smentite in futuro; si vedano alcune delle nostre previsioni passate e la citazione di Buffett qui sopra!). Detto questo, data la paura e l'incertezza generalizzate tra gli investitori e i commentatori stranieri, abbiamo pensato che fosse sensato scrivere alcune brevi osservazioni sulle prospettive economiche della Cina e approfondire una delle principali partecipazioni del Fondo, **Guangdong Great River**.

I lettori abituali non saranno sorpresi di sentire che crediamo che **i giorni migliori debbano ancora arrivare**. Detto questo, l'economia cinese sta affrontando sfide incredibili nel breve termine, il PIL del Paese è a malapena cresciuto lo scorso trimestre, la fiducia dei consumatori è crollata dal lockdown di Shanghai, e la disoccupazione giovanile si avvicina al 20%. Il problema principale sono le scelte politiche riguardo al COVID-19 e al mercato immobiliare del Paese, così come una certa inerzia nelle politiche nel periodo antecedente il prossimo 20° Congresso del Partito, un'economia globale debole e un peggioramento del contesto geopolitico. Tuttavia, fatta eccezione per la situazione geopolitica tesa che probabilmente rimarrà tale data la "nuova guerra fredda" tra Cina e Stati Uniti, riteniamo che gli altri problemi siano transitori, vale a dire che ci sorprenderebbe se la Cina fosse ancora soggetta a venti contrari tra tre o quattro anni a partire da ora.



Fonte: China National Bureau of Statistics, Bloomberg.

Vogliamo quindi analizzare brevemente questi fattori.

In primo luogo, il COVID-19. La Cina ha adottato un approccio molto più cauto nella lotta contro la malattia rispetto alla maggior parte delle altre nazioni. Questa differenza è probabilmente dovuta a diversi motivi, tra cui:

1. la società cinese ha profondo rispetto degli anziani e decine di milioni non sono vaccinati (per varie ragioni).
2. I vaccini cinesi sono meno efficaci nel prevenire il ricovero ospedaliero.
3. Gli ospedali potrebbero rapidamente diventare sovraffollati se i casi dovessero aumentare.
4. I politici si sono prefissi come obiettivo primario garantire la sicurezza delle persone.
5. I costi a lungo termine del “long COVID” saranno probabilmente significativi.

La Cina ha preso la difficile decisione di dare priorità alla vita dei suoi cittadini e alla salute a lungo termine a scapito della sua economia, del suo settore aziendale e della salute mentale di decine di milioni di persone. Ci aspettiamo che l’approccio prudente continui nei prossimi trimestri, ma restiamo fiduciosi che le politiche diventeranno più accomodanti nel tempo, soprattutto se i tassi di vaccinazione aumenteranno e i vaccini locali miglioreranno (il Paese potrebbe anche avere un colpo di fortuna se il COVID evolvesse diventando meno pericoloso).

In secondo luogo, il settore immobiliare. Si tratta di un problema complesso di cui abbiamo ampiamente parlato. In breve: sembra che il governo stia adottando regolamentazioni necessarie nel settore in modo relativamente controllato. Le autorità stanno affrontando la speculazione da parte di vari attori che in precedenza consideravano la proprietà come una scommessa vinta in partenza. Se da un lato nel breve termine dal nostro punto di vista è una misura negativa, dall’altro è nell’interesse del popolo cinese e della sua economia.

In terzo luogo, la transizione politica. I politici, il popolo cinese e gli investitori globali non vedono l’ora che si concluda il 20° Congresso alla fine di questo mese, che dovrebbe garantire, come minimo, la certezza su chi saranno i leader chiave per i prossimi cinque anni. Tuttavia, potremmo dover attendere fino al Q1 2023 per avere maggiore chiarezza sulle politiche economiche centrali.

In quarto luogo, un’economia globale debole. Non ci sentiamo di fare previsioni su quanto dureranno i problemi di inflazione a livello mondiale, ma vogliamo sottolineare che la Cina sembra in una posizione relativamente buona per affrontare l’aumento dei prezzi. Ha una forza lavoro e una capacità produttiva in eccesso in molte industrie; la Cina è il “centro di produzione mondiale” e quindi è meno esposta alle sfide legate all’aumento dei costi di spedizione e allo spostamento delle catene di fornitura; a differenza di molti altri Paesi, non si è impegnata in politiche monetarie ultra-espansive (ha tassi reali positivi, una rarità di questi tempi!); si è inoltre assicurata attivamente la fornitura di molte materie prime essenziali nel corso degli anni.

Infine, la geopolitica. Un altro argomento complesso e soggettivo, difficile da approfondire in un paragrafo, e praticamente impossibile da prevedere con un qualsiasi grado di certezza. Basti dire che ci aspettiamo che gli Stati Uniti e la Cina competano sempre di più per le risorse e l’influenza geopolitica a livello globale. Detto questo, speriamo e ci aspettiamo che il conflitto militare tra le due potenze non avvenga a breve termine (anche se questo non può essere completamente escluso). Nel frattempo, abbiamo un’esposizione trascurabile agli esportatori cinesi.

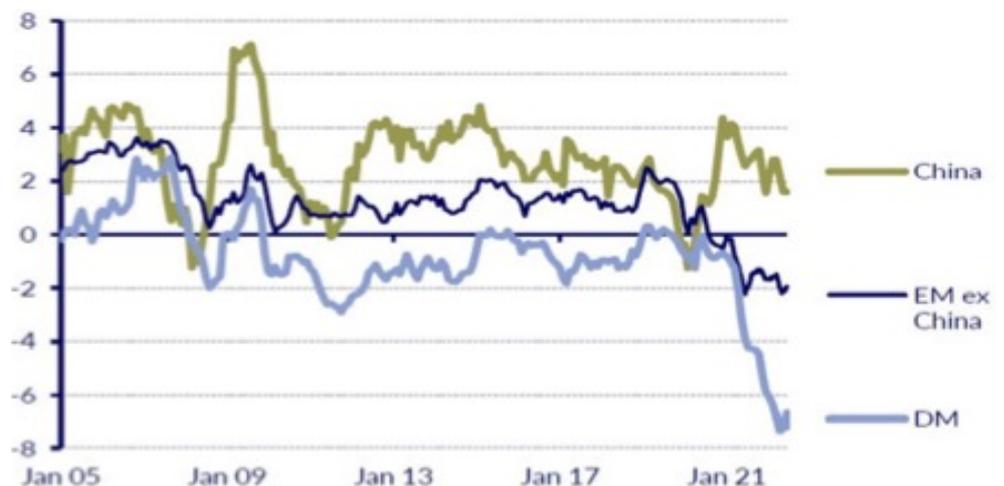
In breve, siamo relativamente ottimisti per i problemi a breve termine della Cina.

Per quanto riguarda il lungo termine, da tempo sosteniamo tre prospettive macroeconomiche generali:

1. la Cina godrà probabilmente di una crescita ragionevole per molti anni partendo da una base (ancora) bassa.
2. I consumi e i servizi diventeranno più importanti rispetto a una base (ancora) bassa.
3. Il renminbi è sottovalutato rispetto al dollaro USA, ma è improbabile che la svalutazione della valuta freni gli investitori a lungo termine.

Se da un lato continuiamo a credere nella strategia dall'alto verso il basso, dall'altro non passiamo molto tempo ad aggiornarla (è rimasta invariata da quando abbiamo lanciato il Fondo oltre un decennio fa). Ci concentriamo invece sulla ricerca delle migliori aziende cinesi, cioè quelle che sopravviveranno e prospereranno sia nei periodi migliori che in quelli peggiori. Queste aziende hanno eccellenti team di gestione e prodotti/servizi di qualità superiore che guadagnano quote di mercato. Inoltre, attualmente sono sul mercato a valutazioni interessanti, considerando le prospettive di redditività e il potenziale di crescita a lungo termine. Quindi, nonostante la “strada accidentata”, sia per la Cina che per il Fondo, pensiamo che il futuro sia roseo.

Cina vs tassi di interesse di politica reale EM e DM (%)



Fonte: CLSA, BIS, Refinitiv.

GUANGDONG GREAT RIVER

Un esempio di una società duratura con una valutazione interessante è la partecipazione del Fondo in **Guangdong Great River** (“GDGR”). La società possiede e gestisce serbatoi di stoccaggio petrolchimico nei porti lungo le coste meridionali e orientali della Cina. A causa della loro natura infiammabile e tossica, i prodotti petrolchimici vengono spediti su grandi navi per percorrere lunghe distanze e poi trasferiti su camion, navi più piccole o condutture collegate alle fabbriche per la cosiddetta “consegna dell’ultimo miglio”. Queste consegne sono di solito modeste in termini di volume, ma con una frequenza elevata. In pratica, questi terminali di stoccaggio fungono da punti di trasferimento e forniscono ai clienti un modo per

gestire i loro stock nel corso del ciclo. Di conseguenza, rappresentano **asset infrastrutturali essenziali nella catena di approvvigionamento petrolchimico**.

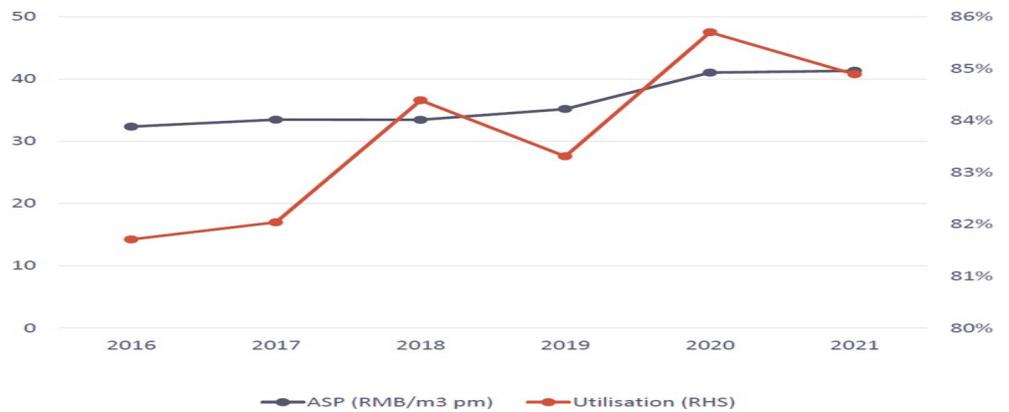
Ci piacciono le aziende con asset difficili da replicare, sia che si tratti di beni immateriali limitati (ad esempio marchi, licenze, effetti di rete) o di beni tangibili scarsi. I terminali di stoccaggio petrolchimici di GDGR ne sono un esempio. A causa di alcuni incidenti pesanti negli ultimi anni, i funzionari delle amministrazioni locali e i residenti non vogliono nuovi terminali petrolchimici vicino a loro, per questo sono definiti asset “NIMBY” dall’inglese “not in my back yard”, non nel mio cortile. Inoltre, i nuovi progetti devono essere approvati da diversi dipartimenti governativi, il che significa che i tempi di consegna per la nuova costruzione possono richiedere fino a cinque anni (sempre che l’approvazione venga concessa). In effetti, una legislazione come la “Legge sulla protezione del fiume Yangtze” ha vietato nuovi progetti lungo questo importantissimo corso d’acqua per tutelare il suo fragile ecosistema.

L’industria può essere divisa in due gruppi. Il primo gruppo comprende le grandi raffinerie SOE e i produttori petrolchimici, come Sinopec e Sinochem, che dispongono di strutture logistiche proprie. Il secondo gruppo è costituito da operatori terzi ed è piuttosto frammentato: GDGR è il principale operatore con una quota di mercato del 10% circa. Ogni progetto ha un raggio di servizio naturale, che è tipicamente 100-150km. Pertanto, se da un lato c’è un’ampia offerta a livello nazionale, dall’altro quello che conta sono le dinamiche regionali della domanda e dell’offerta. Sia il delta del fiume Yangtze che il delta del fiume Pearl sono mercati attraenti, in quanto vantano due delle economie più vibranti della Cina abbinate a un approvvigionamento limitato. È qui che si trova la maggior parte delle strutture di GDGR. Alcune di queste strutture sono effettivamente monopoli locali.

Per essere chiari, questa non è un’industria facile da gestire. Centinaia di prodotti petrolchimici con caratteristiche uniche e potenzialmente pericolosi devono essere maneggiati e conservati separatamente. Tuttavia, nei suoi 15 anni di attività, l’azienda ha sempre avuto uno standard di sicurezza altissimo. Il suo presidente e fondatore Lin prende la sicurezza così seriamente che dirige il Comitato per la salute e la sicurezza. La società assume anche consulenti terzi per verificare la sicurezza dei propri progetti e li paga in base al numero di suggerimenti che fanno. Un progetto in genere riceve visite ogni tre giorni da parte di clienti, consulenti o regolatori; la maggior parte senza preavviso!

Ironicamente, GDGR non è solo l’operatore più sicuro del settore, ma anche il più efficiente. Ad esempio, i servizi di carico e scarico sono disponibili 24 ore su 24, 7 giorni su 7; i nostri controlli sui canali suggeriscono che anche questi servizi vengono eseguiti molto più velocemente della media del settore. Il tasso di *attrition* dei prodotti di GDGR è dello 0,01% rispetto allo 0,2-0,3% della concorrenza, il che comporta un significativo risparmio sui costi per i loro clienti (i costi di stoccaggio sono in genere l’1% del valore dei prodotti).

2016-2021: Utilizzo e ASP di GDGR



Fonte: documenti aziendali.

In qualità di azienda leader, la domanda dei clienti per i servizi dell'azienda è elevata: GDGR vanta un tasso di utilizzo medio dell'85% rispetto al 60% per il resto del settore.

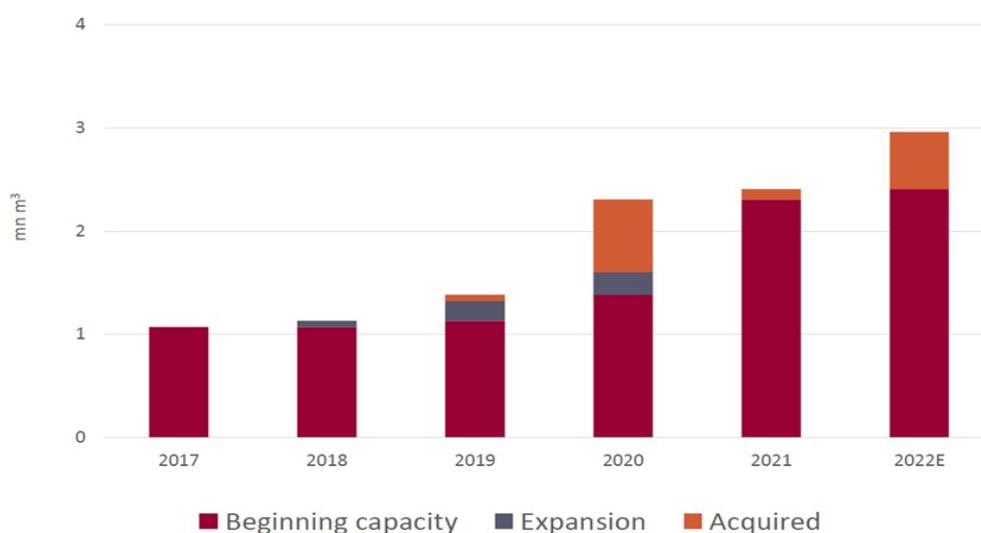
Come per molte altre nostre partecipazioni, il fattore chiave della sua efficienza operativa è la cultura aziendale creata dal suo team di gestione esperto. Il presidente Lin è un veterano del settore che ha iniziato la sua carriera nel commercio di prodotti petrolchimici all'inizio degli anni '90. Si è reso conto che il settore dei serbatoi di stoccaggio era probabilmente più duraturo del commercio di petrolio, il che ha portato alla nascita di GDGR. L'azienda è altamente meritocratica e i dipendenti hanno un buon piano di incentivi. Chi supera gli obiettivi viene premiato con bonus, azioni e l'opportunità di assumersi maggiori responsabilità. Questo è possibile perché GDGR continua ad aggiungere nuovi progetti. Le *best practice* vengono condivise tra più progetti per far sì che i nuovi progetti siano integrati rapidamente.

Le elevate barriere all'ingresso nel settore significano che, oltre a modeste opportunità di espansione in alcuni dei progetti esistenti, la crescita dell'azienda proviene principalmente da acquisizioni. La buona notizia è che si tratta di un settore frammentato con un sacco di venditori e un solo acquirente, GDGR. Ma perché i proprietari esistenti dovrebbero vendere? In parte a causa dei sempre crescenti ostacoli normativi, ma anche perché molti proprietari della generazione precedente sono vicini al pensionamento senza eredi naturali (ne è un esempio il recente acquisto da parte di GDGR di Dragon Crown, quotata a Hong Kong). L'azienda dispone di un team M&A dedicato per individuare e gestire i potenziali obiettivi. Un esempio del valore che l'attenzione e l'efficienza di GDGR possono aggiungere a un progetto di acquisizione è il terminale di Changzhou, che l'azienda ha acquisito all'inizio del 2020 dalla solida azienda statale China Resources. Prima dell'acquisizione, il tasso di utilizzo degli impianti del progetto era pari al 60%, con un utile netto di 27 milioni di RMB nel 2019. Da allora, il suo tasso di utilizzo ha raggiunto il 70% e gli utili netti sono saliti a 53 milioni nel 2020 e a 71 milioni di RMB nel 2021.

Negli ultimi cinque anni GDGR ha quasi triplicato la propria capacità, passando da circa 1 milione di m³ a circa 3 milioni di m³. Ci aspettiamo che cresca a +20% p.a. per raggiungere i 5 milioni di m³ entro il 2026. Nel lungo periodo, riteniamo che valga la pena di acquisire almeno un quarto della capacità del settore pari a 40 milioni di m³; pertanto, un obiettivo a lungo termine di 8-10 milioni di m³ sembra realistico. Se da

un lato è necessario un significativo investimento iniziale (che in gran parte può essere finanziato con il debito), dall'altro dovrebbe generare liquidità nel lungo periodo con modesti requisiti di mantenimento. Ci aspettiamo che il prezzo dei servizi di GDGR continui a crescere costantemente, approssimativamente al tasso d'inflazione, indipendentemente dal contesto economico. Attualmente è scambiato a 12 volte l'EBITDA previsto per il prossimo anno, che riteniamo interessante data la durata dell'attività e il suo elevato e visibile potenziale di crescita.

2017-2022E: Espansione della capacità di GDGR (consolidata)



Fonte: documenti aziendali.

DAWID KRIGE - CEDERBERG CAPITAL

Advisor Banor SICAV Greater China Equity