

**Value Long/Short Azionario Europa.** Fondo gestito con approccio “bottom-up” sui fondamentali, una visione di lungo termine e un portafoglio relativamente diversificato per cogliere le migliori opportunità e generare alpha. Le idee di investimento nascono da un’analisi approfondita, dagli incontri con le società e da una due diligence sul campo.

### BANOR CAPITAL LTD

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

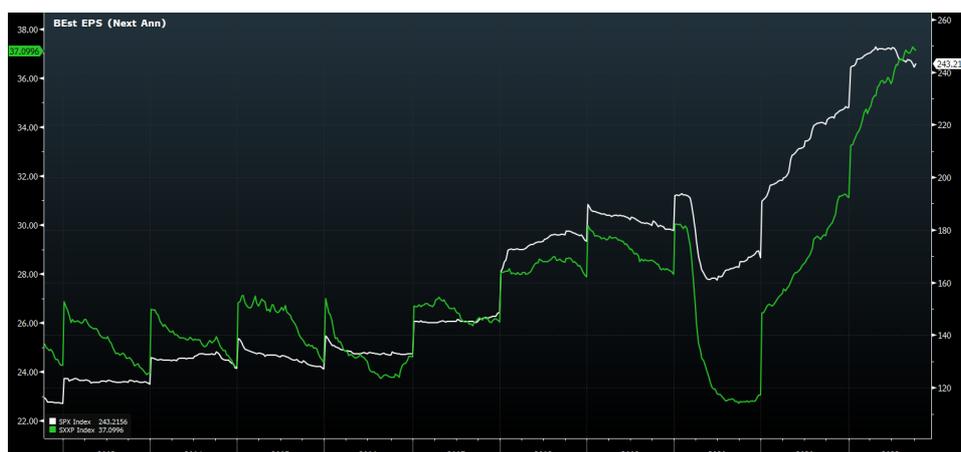
### BANOR SICAV

19-21, route d’Arlon  
Lussemburgo L-8009 Strassen  
[www.banorsicav.com](http://www.banorsicav.com)

### LINK FUND SOLUTIONS SA

(Management Company)  
19-21, route d’Arlon  
Lussemburgo L-8009 Strassen  
[www.linkfundsolutions.lu](http://www.linkfundsolutions.lu)

Banor SICAV Mistral L/S ha chiuso il mese di settembre 2022 con una performance del **+7,76%** YTD, con un rendimento negativo nel terzo trimestre di **-4,01%**; Eurostoxx50 nello stesso periodo ha perso il **-22,8%** (**-3,96%** nel trimestre). La situazione del mercato non è cambiata: le economie stanno ancora crescendo al di sopra del trend, causando un forte aumento dei tassi di inflazione in tutto il mondo, che ha innescato il forte rialzo dei tassi da parte delle banche centrali. A questo si aggiunge l’impennata dei prezzi dell’energia dovuta alla guerra tra Russia e Ucraina. Una lieve recessione e il ritorno a un’inflazione moderata nel 2023 sono ora lo scenario di base scontato dai mercati obbligazionari più liquidi, mentre dal punto di vista delle azioni vi è ancora un notevole ritardo: le stime di utile per azione per il 2023 si prevede cresceranno tra il 4% e l’8% su base annua, raggiungendo massimi storici, cosa che non è in linea con una recessione.



Fonte: Bloomberg



Conformemente all’articolo 8 del regolamento UE 2019/2088, il fondo promuove caratteristiche ambientali, sociali e di governance in conformità alla regolamentazione europea. In particolare, il processo di investimento del fondo esclude le società che adottano pratiche o standard bassi in questi settori, o quelle con un rischio di sostenibilità a lungo termine elevato.

Queste aspettative troppo ottimistiche ci rendono cauti in qualsiasi analisi basata sui multipli: è probabile che entreremo in un periodo di revisioni negative degli utili, con volatilità e dispersione nei movimenti azionari, che potrebbero favorire la generazione di alpha. Per questi motivi, ci atteniamo alla nostra struttura di selezione dei titoli: evitare aziende con un’eccessiva leva finanziaria, concentrandosi sulla generazione di liquidità, sul posizionamento competitivo, sulla gestione e sulla capacità di superare la tempesta.

Negli ultimi mesi, il nostro portafoglio ha cambiato continuamente forma a causa di numerose dislocazioni sul mercato: alla fine del 2021/inizio del 2022 è stato chiaro che rimanere *long* sui titoli legati alla riapertura e all’energia sarebbe stata la mossa giusta, mentre l’inflazione e l’aumento dei tassi di interesse avrebbero pesato sui titoli *Non-Profitable Tech* e *Secure Growth* a causa di una revisione delle valutazioni. Adesso la strategia per il settore azionario si concentra su tre pilastri: trovare le aziende meno dipendenti dal quadro macroeconomico data l’incertezza del momento (ad esempio *Special Situation*); investire in grandi aziende con un buon margine di sicurezza (ad esempio i titoli *GARP*); comprare azioni con un flusso di cassa sostenibile/rendimento dei dividendi molto più alto dei rendimenti obbligazionari (ad esempio *dividend stock*).

Dal lato *short*, siamo in grado di coprire più posizioni con società appartenenti agli stessi settori, ma che operano a valutazioni molto più elevate o con un vantaggio competitivo meno chiaro rispetto ai nostri *long*.

## 1. Special Situation (12% del portafoglio)

Definiamo *Special Situation* quegli investimenti in cui il risultato non dipende (se non marginalmente) dalle condizioni macroeconomiche. Alcuni di essi sono titoli oggetto di offerta in cui riteniamo che ci possa essere un crollo del prezzo o per cui il mercato teme qualche ostacolo normativo da superare. Altri sono *holding*, dove ci aspettiamo che l'elemento catalizzatore sia una riduzione dello sconto, guidato da operazioni come *spinoff*, *buyback*, ecc. Infine, ci sono società in cui alcune decisioni aziendali possono sbloccare valore, ad esempio una delle nostre posizioni principali in questo senso è Telecom Italia Risparmio (TI). Dal lancio del Fondo non abbiamo mai investito in TI, ritenendo che problemi come il debito, la *governance* e la mancanza di una strategia chiara avrebbero distrutto il valore nel tempo. Ed è avvenuto: in un settore che negli ultimi 10 anni ha avuto un rendimento del +37% (principalmente legato al dividendo), TI ha perso il 71% portando la capitalizzazione di mercato a soli 4 miliardi di euro rispetto a 21 miliardi di debito. Se da un lato l'ammontare del debito è enorme, e dovrebbe tenerci lontano dal titolo, l'azienda ha in programma uno *spinoff*, la vendita di quote di minoranza o la vendita completa delle quattro divisioni (Grid, Brazil, Enterprise solutions, Consumer) che sotto la direzione del nuovo CEO è probabile si realizzino, innescando il pagamento del dividendo per l'azione di Risparmio (minimo 25% del prezzo attuale) e la risoluzione del problema debito. Il mercato è scettico date le numerose parti coinvolte (governo italiano, KKR, Maquarie, CDP, Vivendi, sindacati...), ma dopo le elezioni italiane del 25 settembre i pezzi del puzzle stanno cominciando a incastrarsi al posto giusto, facendo ben sperare in un risultato positivo che dipende solo marginalmente dalla situazione macroeconomica.



Fonte: Bloomberg

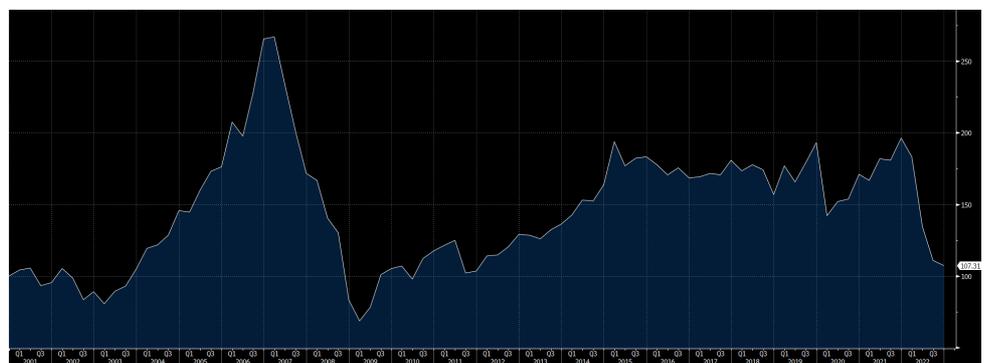
## 2. Titoli GARP (16% del portafoglio)

Come abbiamo anticipato nella lettera precedente, anche se non si tratta ancora di un affare come nel 2008 o nel 2011, avevamo iniziato ad aggiungere 5 punti percentuali di NAV in aziende che riteniamo siano buoni investimenti a lungo termine al prezzo corrente, tenendoci pronti ad aumentare queste posizioni in caso di un'altra

correzione. La correzione è arrivata e abbiamo aumentato significativamente queste posizioni, sia in termini di peso totale che di numero. Appartengono principalmente a settori penalizzati dalle incerte prospettive per il 2023: in particolare beni di consumo, a causa delle prospettive di spesa dei consumatori (Inditex, Zalando, Adidas, Amplifon, Fielmann...), e industriali, dato l'aumento del prezzo dell'energia e la decelerazione globale dell'indicatore PMI (Interpump, De Longhi, Racing Force, Zignago vetro...). Ciò che queste società hanno in comune è un forte posizionamento competitivo (numero uno o due nei loro mercati di riferimento), la capacità di superare la tempesta (nessun debito significativo) e una valutazione attraente. A questo proposito, siamo consapevoli che nel 2023 ci sarà un calo negli utili, ma anche applicando una riduzione del 10-20% sull'EPS, a seconda della ciclicità e della leva finanziaria operativa, il rapporto P/E medio di questa parte del portafoglio è di 18x, mentre solo un anno fa era di 33x, con una crescita dell'EPS a lungo termine attesa superiore al 15%.

### 3. Dividend stock (15% del portafoglio)

Il forte aumento dei tassi di interesse ha causato anche una rideterminazione dei prezzi dei titoli ad alto flusso di cassa/bassa crescita: società come ENEL o Poste Italiane, nonostante la loro difensività teorica, hanno perso più del 20%. In media, questa parte del portafoglio ha un rendimento ponderato dei dividendi del 6,15%, con un basso rischio di calo dei dividendi e, in alcuni casi, un incremento del rendimento della distribuzione totale tramite *buyback*. Vorremmo sottolineare i risultati negativi del settore immobiliare, uno dei peggiori della zona euro: in questo caso le aziende con un profilo difensivo si distinguono come potenziali ottimi investimenti per il futuro. In particolare, Vonovia, data la sua esposizione residenziale, il sistema di regolamentazione tedesco (che alla fine crea un tasso di sfritto e di mancati pagamenti praticamente pari a zero), la limitata leva finanziaria e la lunga durata del debito, è diventata interessante, con un rendimento dei dividendi sostenibile dell'8,5%; considerando che gli affitti sono in parte indicizzati all'inflazione, può anche essere visto come una copertura inflazionistica. Il calo dell'indice Stoxx600 Real Estate è stato enorme ma, dopo questo crollo, abbiamo solitamente un periodo abbastanza lungo di recupero per le aziende che sono in grado di sopravvivere, con un rendimento totale annuale a doppia cifra.



Fonte: Bloomberg

#### 4. Obbligazioni societarie

Oltre a queste posizioni azionarie, abbiamo aumentato l'esposizione alle obbligazioni societarie *high yield* al 21% del NAV; il valore di *Yield to Maturity/Call* è compreso tra il 7 e il 12% per aziende che conosciamo molto bene. Riteniamo che ciò sia dovuto a un generale *sell off* nel settore *high yield* spinto dalla mancanza di liquidità e dal timore di entrare in recessione, ma la nostra profonda conoscenza delle aziende in cui investiamo ci fa confidare nella loro solvibilità. Ad esempio, IMA, che è stata ritirata dalla borsa nel 2021, ha sfruttato la leva finanziaria per circa 3x debito/EBITDA, opera in un segmento difensivo (macchine per prodotti farmaceutici, cosmetici, alimentari, tè e caffè), ha una bassa intensità energetica (il peso energetico è pari al 3% delle vendite) e una struttura del debito molto solida (l'unico debito è costituito da obbligazioni 2028). Riteniamo che un rendimento dell'8% e uno spread rispetto ai titoli di Stato a 500 bps siano una grande ricompensa per un'azienda con un rischio di solvibilità limitato.

Continuiamo a credere che nel mercato azionario siano presenti anomalie di valutazione: alcune aziende stanno scontando una pesante recessione (ad esempio nel settore automobilistico e *retail*), mentre altre non hanno subito alcun rallentamento, come il settore beni di lusso, tra gli altri). Anche da un punto di vista geografico vediamo significative differenze di valutazione: ad esempio Buzzi Unicem, che tratta ai minimi di prezzo/patrimonio netto ed EV/Sales quota a 4X l'Ebitda (senza avere debiti) facendo l'80% degli utili dal mercato americano; alcuni concorrenti come Martin Marietta o Vulcan Materials quotano rispettivamente 13x e 15x lo stesso multiplo, con un'esposizione simile. Date le incertezze dal punto di vista macroeconomico e il rischio di carenza energetica, nei prossimi trimestri vogliamo mantenere un'esposizione netta *long* sotto controllo: siamo entrati nel terzo trimestre intorno al 20%, ma siamo molto veloci e flessibili ad adattarci ai vari possibili scenari macroeconomici. Ci sono sempre più titoli in Europa sui quali stiamo costruendo posizioni (per ora contenute ma pronti ad aumentarle rapidamente) con forti upside nel medio periodo nell'ordine del +100%.

LUCA RIBOLDI

Advisor Banor SICAV Mistral Long Short Equity