

BANOR CAPITAL LTD

(Investment Manager)
Eagle House
108-110 Jermyn Street
Londra SW1Y 6EE
(Regno Unito)
www.banorcapital.com

BANOR SICAV

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

ALTUM MANAGEMENT COMPANY (LUXEMBOURG) S.A.

(Management Company)
19-21, route d'Arlon
Lussemburgo L-8009 Strassen
www.manco.altumgroup.com



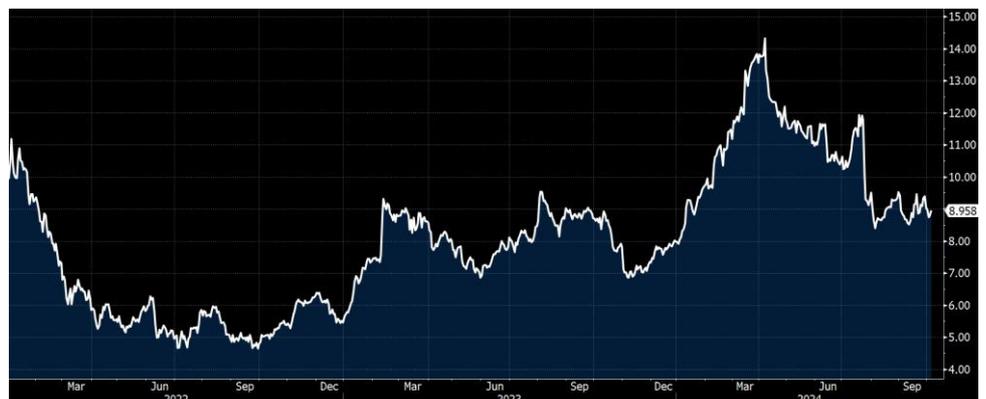
Conformemente all'articolo 8 del regolamento UE 2019/2088, il fondo promuove caratteristiche ambientali, sociali e di governance in conformità alla regolamentazione europea. In particolare, il processo di investimento del fondo esclude le società che adottano pratiche o standard bassi in questi settori,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

Il Fondo ha chiuso il terzo trimestre del 2024 con una performance di +2,3% (classe Institutional J), portando la performance YTD a +3,1%. Nello stesso periodo, l'Euro Stoxx 50 ha guadagnato il +2,1%, mentre la liquidità ha reso +1,0%. Di conseguenza, il nostro indice di riferimento (50% Euro Stoxx 50 e 50% Cash) ha registrato una performance del +1,5%. Analizzando la contribuzione alla performance, nel trimestre i titoli azionari *long* hanno contribuito con +468 punti base, mentre gli *short* hanno sottratto 159 punti base. Il trimestre è stato caratterizzato da una minore concentrazione di rendimento all'interno degli indici, con i primi dieci titoli in Europa (indice Stoxx 600) che hanno ridotto la contribuzione totale al rendimento da inizio anno dal 51% al 30 giugno al 33% al 30 settembre. Questo ha aiutato diversi titoli che abbiamo in portafoglio e che erano stati dimenticati dal mercato, focalizzato nella prima parte dell'anno solo su pochi temi, come Intelligenza Artificiale, farmaci contro l'obesità e lusso. Le performance migliori per il Fondo si sono registrate in vari settori difensivi (Fresenius, British American Tobacco, E.on, Vonovia, Carrefour, ...) che hanno beneficiato del calo dei tassi e dei timori sulla crescita macroeconomica globale. Il Fondo ha confermato la sua decorrelazione rispetto alle principali *asset class*, con fattori di correlazione a tre anni non superiori a +/- 0,3 di zero rispetto ad azioni, obbligazioni, materie prime e ai principali indici di *hedge fund*.

Commentando i risultati del primo semestre del Fondo, avevamo affermato che diversi titoli nella prima parte dell'anno erano stati dimenticati solo perché non beneficiavano direttamente dei pochi temi di attualità indicati in precedenza, ma che i loro solidi fondamentali e la loro generazione di cassa prima o poi sarebbero stati riscoperti e prezzati correttamente dal mercato. Se per la parte più difensiva questo si è già parzialmente verificato, per la parte più ciclica le incertezze sull'andamento macroeconomico e diverse revisioni al ribasso delle stime sull'anno in alcuni settori hanno portato dei titoli ciclici a perdere ulteriormente 15 o 20 punti percentuali, rendendo le valutazioni attraenti. Nel corso degli ultimi mesi abbiamo costruito delle posizioni lunghe in alcune di queste società, ne riportiamo due esempi.

Iveco

Dopo essere usciti nel mese di marzo poco sopra i 12 euro, abbiamo riacquisito una posizione del 2% in Iveco pagandola circa 9 euro.



Fonte: Bloomberg

Iveco è stata oggetto di varie operazioni societarie, ma nella struttura attuale è il quinto produttore di camion pesanti in Europa dopo Traton, Mercedes, Volvo e Paccar, con una quota del 10% circa e un posizionamento forte nei veicoli commerciali leggeri tra 3,5 e 7,5 tonnellate (quota tra il 15 e il 50% a seconda della capacità di trasporto) e negli autobus interurbani (53% di quota di mercato). La società è quasi esclusivamente esposta all'Europa (75% delle vendite) e al Sudamerica (11% delle vendite). È anche uno dei principali produttori di motori industriali utilizzati nella produzione di macchine agricole, macchinari per le costruzioni e navi. Il settore è molto ciclico e legato ai trasporti su gomma, oltre che all'andamento dei tassi, in quanto i beni vengono acquistati solitamente in *leasing* o tramite finanziamento, essendo beni strumentali all'esercizio d'impresa. Dopo un 2022 e un 2023 in cui la mancanza di componenti e il recupero dell'economia europea aveva portato a tempi di consegna elevati, a forte raccolta ordini e a rialzi dei prezzi, il 2024 ha mostrato finora un rallentamento del *Book/Bill* (in area 0,6/0,7, ovvero si prendono il 30/40% in meno di ordini rispetto a quanto si vende), la riduzione dei tempi di consegna (da 26 a 13 settimane) e una tenuta dei margini grazie all'allentamento delle tensioni nelle catene di fornitura. In tutto ciò, Iveco ha rinnovato la gamma prodotti arrivando sul mercato con nuovi veicoli che permettono al cliente di risparmiare il 30% del costo di esercizio, con l'obiettivo di elevare il posizionamento del *brand*, ora percepito di qualità inferiore rispetto ai concorrenti. Al momento la società vale in borsa 2,4 miliardi di euro, a fronte di una posizione di cassa netta industriale pari a 2,1 miliardi attesa per fine 2024 e un *Free Cash Flow* atteso per il 2024 di 350/400 milioni.

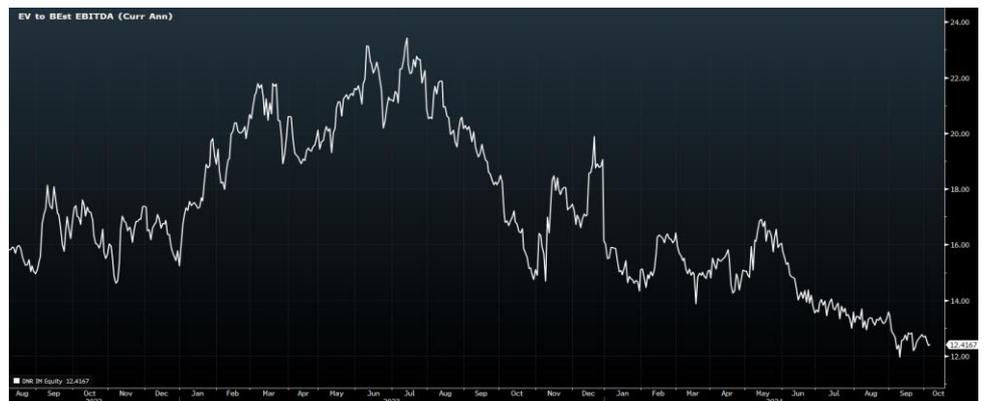
Le criticità che vede il mercato sono differenti per giustificare una valutazione così compressa. Cerchiamo di analizzarle una per una:

1. la cassa netta non è reale. Questo è vero in parte: la posizione di cassa di oltre 2 miliardi è relativa alle sole attività industriali, mentre la società ha 7,9 miliardi di attività della divisione *financial services* che si occupa del *leasing* dei camion. A livello di oneri finanziari, la società paga circa 200 milioni di interessi passivi, per cui possiamo ipotizzare che Iveco abbia un debito finanziario aggiustato per il *leasing* di 2 miliardi circa (calcolato come 4 miliardi di debito lordo, coerenti con 200 milioni di oneri finanziari, meno 2 miliardi di cassa industriale). Nel calcolo dei multipli ipotizzando questo valore di debito, Iveco tratta a 4,5x EV/EBIT 2024 contro Volvo a 7,5x: uno sconto del 40%.
2. Come sta succedendo per le auto, la transizione energetica porterà costi elevati per l'elettificazione distruggendo valore. Falso: il fallimento commerciale di Nikola ha dimostrato come elettrificare un camion sia altamente costoso e difficile da realizzare (per il peso che avrebbe tra carico e batterie si rischia di sfondare le strade). Iveco è comunque attiva nel campo dei motori alternativi, spendendo circa il 2% del fatturato in ricerca e sviluppo e avendo già prodotti elettrificati nella gamma fino a 7,5 tonnellate. Inoltre, Iveco ha una quota di mercato del 43% nei camion pesanti alimentati a gas metano e produce assai elettrificati ad alte performance (come cliente ha anche case auto come Maserati).
3. Il ciclo economico può impattare in negativo su vendite e margini. Vero: il settore è altamente ciclico e per questo motivo abbiamo coperto gran parte della posizione con uno *short* in Volvo che soffrirebbe in egual misura del rallentamento.

Infine, c'è anche un lato speculativo che non consideriamo nei nostri calcoli: esiste la possibilità che venga venduta la divisione Difesa (indiscrezioni di stampa parlano di un importo in area un miliardo di euro a fronte di 130 milioni di EBIT della divisione), che libererebbe la società dal tema *golden power* e permetterebbe la fusione con un *player* straniero interessato ad acquistare quote di mercato in Europa e tecnologie sui motori alternativi. Mettendo tutto assieme, riacquistare Iveco il 30% sotto il prezzo a cui l'abbiamo venduta sei mesi fa ci sembra un'ottima occasione di investimento.

Industrie De Nora

Abbiamo già parlato diverse volte del tema *small & mid cap* italiane: De Nora è una di queste. Quotata nel 2022 a 13,5 euro, sulla scia della guerra Russia-Ucraina e della crisi energetica il titolo è salito fino a 21 euro, per scendere ora fino a 9,5 euro, il prezzo a cui siamo entrati. De Nora, con oltre 100 anni di storia, è il leader mondiale in alcune nicchie di mercato elettrochimico: in particolare, ha più del 50% di quota di mercato negli elettrodi e l'80% di quota nei sistemi di filtrazione per piscine. Il fatturato è globale e suddiviso per circa un terzo in Europa, un terzo in America e un terzo in Asia. La società ha una componente ciclica, essendo gli elettrodi utilizzati per la produzione di soda caustica, clorine e idrogeno. Quest'ultimo è l'eterna speranza della transizione energetica e il motivo per cui la valutazione di De Nora era arrivata oltre i 20 euro per azione: la divisione *Energy Transition* della società, che fatturava 10 milioni nel 2021, al momento dell'IPO era prevista salire tra 450 e 500 milioni nell'anno in corso, mentre le ultime stime fanno pensare che il 2024 si chiuderà in area 120/130 milioni. Tutto ciò ha trainato la revisione delle stime al ribasso negli ultimi anni e il conseguente *derating* del titolo (nel grafico sottostante l'EV/EBITDA dalla quotazione), che ai prezzi attuali sconta un valore nullo di questa divisione.



Fonte: Bloomberg

In questo caso stiamo quindi acquistando un titolo *leader* mondiale nelle loro nicchie a una valutazione già di per sé attraente, con una esposizione importante a un tema che sicuramente si svilupperà in futuro (anche se con tempistiche incerte) garantendoci una *free option*.

Al momento deteniamo un 20% di titoli ciclici che, come quelli citati in precedenza, mostrano valutazioni molto compresse e scontano già scenari disastrosi. A causa però delle incertezze macroeconomiche abbiamo coperto la maggior parte di queste posizioni con dei corti appartenenti allo stesso settore (come nel caso di Iveco) e con una *put* sull'indice delle aziende industriali europee.

Telecom Italia Risparmio

Una *special situation* che abbiamo sul Fondo è Telecom Italia Risparmio: i tasselli della storia stanno lentamente andando a posto. La cessione della rete e dell'ultima quota in Inwit sono avvenute nel terzo trimestre; la vendita di Sparkle sta procedendo con l'offerta vincolante attesa per fine novembre; l'incasso del canone non dovuto per circa un miliardo di euro è in fase di negoziazione con il governo italiano. Si torna quindi a parlare di business e, con una nuova Commissione Europea più aperta ad eventuali combinazioni tra operatori, pensiamo che la nuova Telecom Italia possa essere un consolidatore attivo sul mercato italiano, ancora frammentato con quattro operatori mobili. In aggiunta rimangono l'incasso degli *earn out* in caso di fusione tra NetCo e Open Fiber ed eventuali operazioni straordinarie sulle azioni di risparmio, qualcosa atteso nel caso in cui un utile sulla *parent company* faccia scattare l'obbligo di pagamento dei tre anni arretrati accumulati. Dopo diversi mesi in cui il mercato si aspettava delle conferme, gli incassi arrivati e in arrivo entro fine anno hanno spinto al rialzo il titolo, dove vediamo ancora *upside* sia dal lato operativo che da quello speculativo.

Riteniamo che il nostro portafoglio attuale sia abbastanza ben coperto dai rischi macroeconomici e che una decelerazione dell'economia mondiale non dovrebbe avere un impatto negativo sulla performance. Le nostre principali esposizioni sono in settori difensivi (*Telecom, Utilities, Healthcare* – pari a un 30% netto del NAV), mentre l'esposizione netta è nell'area del 40-50% con una protezione derivante dalle opzioni *put* sugli indici, che attualmente sono piuttosto convenienti data la bassa volatilità. Sulla notizia del piano di stimolo cinese abbiamo colto l'occasione per acquistare alcune società legate direttamente o indirettamente al tema (Baidu, titoli del lusso, ...). Riteniamo che le prossime stagioni degli utili mostreranno la forza dei nostri titoli *long* e attireranno nuovamente gli investitori verso questi segmenti di mercato dimenticati. Le coperture che abbiamo in essere, sia su singoli titoli che su indici, dovrebbero consentirci di non risentire in modo significativo di un eventuale rallentamento globale derivante da tensioni geopolitiche o da altri fattori al momento non prevedibili.

BANOR CAPITAL

Investment Manager Banor SICAV Mistral L/S Equity

LUCA RIBOLDI – BANOR SIM

Advisor

DISCLAIMER Si prega di consultare il Prospetto e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KID) prima di prendere una decisione finale di investimento disponibili sul sito [banorsicav.com](https://www.banorsicav.com) e presso i soggetti collocatori anche in forma cartacea. Il Prospetto è disponibile in lingua inglese mentre il KID in italiano. Una sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in lingua inglese al link [manco.altumgroup.com](https://www.manco.altumgroup.com). I rendimenti sono rappresentati al netto delle spese a carico del comparto e al lordo degli oneri fiscali. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.** L'investimento riguarda l'acquisizione di azioni del Comparto e non di una determinata attività sottostante che resta di proprietà del Comparto medesimo e implica una componente di rischio; di conseguenza il capitale investito in origine potrebbe non essere recuperato in tutto o in parte. Le oscillazioni dei tassi di cambio possono influenzare il valore dell'investimento e i costi laddove espressi in una valuta diversa da quella di riferimento dell'investitore. Informazioni sulle specificità del Comparto e sugli aspetti generali in tema sostenibilità (ESG) ai sensi del Regolamento (UE) 2019/2088, sono disponibili al link [banorsicav.com/docs/esg-disclosures/ESG_Analysis_Banor_Sicav.pdf](https://www.banorsicav.com/docs/esg-disclosures/ESG_Analysis_Banor_Sicav.pdf) e nel Prospetto. In caso di commercializzazione in Paesi diversi da quello di origine, il gestore ha il diritto di porre fine agli accordi per la commercializzazione in base al processo di ritiro della notifica previsto dalla Direttiva 2009/65/CE. Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa, non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento e non sono dirette a persone residenti negli Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in Paesi dove il Comparto non è autorizzato alla commercializzazione. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non ci si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene siano utilizzate fonti ritenute affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte e il sito web [banorsicav.com](https://www.banorsicav.com). La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari. Il presente documento è stato redatto dall'investment manager della SICAV, Banor Capital Ltd, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA).