

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 standards bassi in questi settori, o quelle con un rischio di sostenibilità a lungo termine elevato.

Performance del fondo

Il fondo Banor SICAV Volta (classe S - CAP - USD) ha registrato un rendimento netto del +1,0% a ottobre (+4,1% da inizio anno).

I mercati globali hanno subito una flessione rispetto ai massimi di metà mese, a causa dell'aumento dei rendimenti obbligazionari e delle incertezze legate alle elezioni statunitensi. Tra i contributi positivi del mese spiccano i produttori di combustibile nucleare, come ASP Isotopes, BWX Technologies e Denison Mines, oltre alle posizioni corte sui produttori sudcoreani di materiale catodico: EcoProBM e Posco Future M. Al contrario, i titoli Ganfeng Lithium e Tianqi Lithium hanno restituito parte dei guadagni di settembre, ma manteniamo posizioni lunghe in entrambe le società. Fission Uranium, in attesa dell'approvazione definitiva per l'acquisizione da parte di Paladin Energy, ha subito un calo dopo che Paladin ha rivelato problemi nel riavvio del proprio progetto in Namibia.

Con l'avvicinarsi delle elezioni statunitensi e considerata la visione divergente dei due partiti sulle politiche verso la transizione energetica, l'esposizione netta è stata ridotta a una posizione lunga del 7%.

Panoramica del mercato

La vittoria repubblicana alle elezioni statunitensi ha evitato i timori di una lunga battaglia legale per decidere il vincitore. Tuttavia, la piena implementazione delle politiche della nuova amministrazione non avverrà prima del 20 gennaio, e indicazioni più dettagliate potrebbero emergere solo con il discorso sullo stato dell'Unione del 15 febbraio.

Nel frattempo, i mercati hanno reagito anticipando il cambiamento di approccio politico. L'iShares Clean Energy Index ha subito un calo dell'11% a ottobre, replicando la stessa tendenza a novembre. Questo indice, fortemente esposto ai settori dell'eolico e del solare, è stato penalizzato dalla retorica fortemente critica del Presidente verso queste tecnologie. C'è chi dice che sia colpa del governo scozzese per la sua insistenza nel voler collocare undici turbine eoliche a poca distanza dal Trump International Golf Course vicino ad Aberdeen, ma le sue dichiarazioni, come "Chiudiamo tutto il primo giorno del mio mandato" o "Il vento è inutile", indicano probabili tagli significativi ai crediti d'imposta sugli investimenti in queste aree.

Anche il solare è stato oggetto di critiche da parte del Presidente, con espressioni come "sussidi sprecati" e la minaccia di "terminare l'Inflation Reduction Act (IRA)". Tuttavia, un'analisi più approfondita mostra una posizione meno ostile rispetto all'eolico. Molti dei benefici dell'IRA vanno a vantaggio degli Stati a guida repubblicana, suggerendo che alcune misure potrebbero essere mantenute. Tuttavia, si prevedono restrizioni sulle importazioni di componenti solari dalla Cina e da altri Paesi asiatici come Cambogia, Laos e Vietnam, il che potrebbe favorire i produttori statunitensi ancora operativi.

La situazione nel settore dei veicoli elettrici (EV) rimane fluida. Durante un discorso alla convention, Trump ha dichiarato che avrebbe "terminato il mandato per i veicoli elettrici al primo giorno", ma questa dichiarazione precede l'ingresso di Elon Musk nel team della nuova amministrazione. Questo sviluppo introduce un elemento di

incertezza: da un lato, Musk è un sostenitore dichiarato della transizione energetica; dall'altro, il credito d'imposta di 7.500 dollari per l'acquisto di veicoli elettrici sembra essere a rischio. Tesla potrebbe trarre vantaggio da questa situazione: mentre le vendite negli Stati Uniti rappresentano solo un terzo del totale della società, concorrenti come Rivian sono molto più esposti al mercato domestico (circa il 90% delle vendite). In cambio del suo supporto, Musk potrebbe ottenere un allentamento delle normative sulla guida autonoma, finora particolarmente rigorose. Aziende come Waymo, Cruise, Aurora Innovation e Gatik hanno già avviato test supervisionati, utilizzando tecnologie basate sul Lidar, ritenuto più sicuro. Tuttavia, Tesla continua a fare affidamento su telecamere e radar, una scelta che potrebbe sollevare interrogativi se i protocolli di sicurezza venissero rivisti in favore dell'azienda. Anche le aziende cinesi, che stanno avanzando rapidamente nello sviluppo di tecnologie autonome, utilizzano Lidar, sottolineando un ulteriore punto di differenziazione.

Anche l'idrogeno e la cattura dell'anidride carbonica non sono stati sostenuti dal Presidente uscente, ma l'accumulo di batterie riceve un sostegno bipartisan, anche se con l'avvertenza che la Cina attualmente domina l'accumulo di batterie ricaricabili con oltre l'80% della produzione globale. Se un'azienda cinese, come CATL, dovesse aprire uno stabilimento negli Stati Uniti per evitare le tariffe, sarebbe davvero in grado di eguagliare gli attuali costi cinesi di 100 dollari/kWh, quando un produttore efficiente come Tesla può raggiungere solo 240 dollari/kWh?

Il settore nucleare sembra essere in gran parte privo di retorica negativa riguardo alle tariffe o al sostegno governativo e riteniamo che l'ottimizzazione della rete continui a ritmo sostenuto. La crescita dell'uso dell'elettricità come fonte primaria di energia è un fenomeno globale e, sebbene la nuova amministrazione possa rallentare per un certo periodo la crescita nei settori della transizione energetica, a nostro avviso questa tendenza non cambierà.

Panoramica del settore

1. Materiali critici

Il sotto-settore nucleare ha recentemente scambiato con scarsa attenzione alla variazione, o meno, del prezzo dell'uranio spot. Storicamente, la correlazione tra l'uranio spot e il settore è stata elevata (r^2 0,7 o più) e ha rappresentato il principale motore della performance del settore. Tuttavia, riteniamo che ora che il settore si è associato a una soluzione ecologica per la spesa per i *data center* iper-scalati, si stia trasformando in un settore tematico con un'attrattiva più ampia che deriva dall'AI (AI-Data-Center-Power). La performance sta iniziando a oscillare con il flusso di notizie (come il riavvio di 3 Mile Island) al di fuori dei suoi confini storici. Di conseguenza, l'area ancora più di nicchia degli Small Modular Reactors (SMR) e del ciclo del combustibile nucleare (arricchimento dell'uranio per il combustibile) sta venendo alla ribalta come mai prima d'ora, dato che un numero maggiore di operatori di mercato sostiene l'energia nucleare come soluzione. Da tempo riteniamo che la lavorazione del combustibile nucleare sia un punto critico ancora più importante dell'estrazione. Questo mese abbiamo visitato la nostra nuova holding del ciclo del combustibile Asp Isotopes a Johannesburg. Il loro *roadshow* per gli investitori ci ha rassicurato sulle loro strutture e sul potenziale che questa azienda ha di fornire guadagni materiali con un ROIC molto elevato grazie alla loro innovazione brevettata di livello superiore per l'arricchimento quantico (QE), mediante laser o aerodinamico.

Il rame ha continuato a scambiare nel modello laterale a ritorno medio che ha caratterizzato la maggior parte del 2024, a parte la breve compressione in primavera, con acquisti marginali di *momentum* / CTA che hanno dominato i movimenti a breve termine. Il nostro posizionamento rimane contenuto con catalizzatori limitati all'orizzonte. Riteniamo che la Cina continuerà a stimolare, ma crediamo anche che lo farà in modo graduale e non necessariamente con il “bazooka fiscale” che alcuni speculatori vorrebbero vedere.

Il litio sta mostrando segni di vita. Riteniamo che le robuste vendite di veicoli elettrici in Cina (+50% a/a in ottobre), favorite dalla politica di permuta “cash for clunkers”, nonché da prezzi accessibili e da una scelta di modelli migliore rispetto a quella offerta dagli OEM occidentali, potrebbero favorire un piccolo ciclo di rifornimento. Il nostro recente viaggio di analisi in Cina ha portato alla conclusione di un ciclo di rifornimento minore. La Cina rimane il produttore a più basso costo e noi deteniamo i nomi nazionali Tianqi e Ganfeng.

2. Lavorazione dei materiali

È stato un altro trimestre difficile per molti produttori di catodi, con quelli coreani in particolare che hanno lottato per la redditività. Posco Future M ha registrato un utile operativo inferiore al consenso a causa delle vendite insufficienti. Le perdite di valutazione delle scorte si sono ridotte, portando la società a una perdita per il trimestre. Il management prevede un aumento del 10% dei volumi di catodi nel quarto trimestre. LG Chem ha anche registrato margini più deboli nel settore dei materiali attivi per catodi e il management ha fornito indicazioni al ribasso per il quarto trimestre del 2024 sui volumi e sui prezzi a causa degli aggiustamenti delle scorte presso i clienti. Ha abbassato inoltre le previsioni di spesa per il 2024 e il 2025. Anche EcoProBM ha mancato il consenso sulle vendite e sull'utile operativo, con volumi di catodi in calo del 35% rispetto al trimestre precedente e prezzi di vendita medi piatti. L'azienda ha inoltre previsto un quarto trimestre del 2014 più debole a causa degli aggiustamenti delle scorte dei clienti. La debolezza del settore è dovuta anche a una crescita più debole del previsto della domanda di catodi ternari, mentre le batterie LFP continuano a guadagnare quote di mercato.

3. Energie rinnovabili e infrastrutture

Il *Trump trade* ha trionfato anche prima della sua elezione. Nei sette *swing states* in cui l'affluenza alle urne di Trump era stata sottostimata nelle due elezioni precedenti, si è ripetuto lo stesso schema e il mercato lo ha anticipato. Le energie rinnovabili sono state le più presenti nella maggior parte dei panieri di banche d'investimento ed ETF “perdenti”. Una stagione di relazioni scadenti, con continui *downgrade* sia per il solare che per l'eolico, non ha fatto altro che unirsi alla già ampia quota di *short interest*. I nomi dell'energia pulita di iShares hanno ora un margine di ebit aggregato di circa il 10% e un ROE di circa il 15%, rispetto alla media dell'S&P 500 di circa il 12% e il 17%. Il settore è totalmente privo di qualità in termini finanziari. In effetti, le prospettive rimangono così fosche che l'unica cosa positiva è che le cose non possono peggiorare di molto. Se un muro di dazi di Trump limitasse la crescita ma garantisse la redditività, il compromesso sarebbe più che benvenuto, dato che molti nomi del settore delle rinnovabili sono ora finanziariamente stressati e i loro prezzi azionari depressi. Nel 2025 potrebbero emergere alcuni campioni nazionali dell'*onshore* e il mercato potrebbe applaudire la crescita dei profitti.

4. Batterie

È stato un trimestre difficile anche per i produttori di batterie, con la sola CATL che è riuscita a contrastare la tendenza. CATL beneficia della leadership tecnologica e delle economie di scala e ha registrato un sostanziale aumento dei volumi nel trimestre. Altrove è stato un trimestre difficile per i produttori coreani di celle, in particolare per Samsung SDI, per la quale i modelli europei dominano le vendite di celle per i veicoli elettrici e che quest'anno ha sofferto della debolezza dell'Europa. LG Energy Solution ha registrato un altro trimestre in perdita dopo l'omissione dei crediti d'imposta, mentre Gotion ed EVE Energy hanno sofferto entrambe. È probabile che la sovraccapacità continui a essere un problema importante per la catena di fornitura delle batterie nei prossimi anni.

5. Mercati finali

La stagione dei profitti nel settore automobilistico, in termini di OEM e catene di fornitura, ha continuato a deludere. Detto questo, a ottobre si è registrato il primo aumento delle vendite di veicoli elettrici in Europa su base annua da diversi mesi e la Cina è rimasta solida. Riteniamo che in uno scenario in cui Trump è favorevole alle guerre dei chip e ai dazi, le aziende fornitrici di semiconduttori per auto continueranno a registrare performance negative: nonostante alcuni commentatori abbiano suggerito che le ultime indicazioni per il terzo trimestre fossero un tentativo di ribilanciare la situazione, nel 2025 permane il rischio che continuino a perdere quote di mercato e progetti in Cina a vantaggio della concorrenza cinese interna. Rimaniamo positivi sul tema dell'accumulo di batterie, in quanto soluzione logica ai picchi di prezzo e all'eccesso di offerta di fonti rinnovabili intermittenti, ma continuiamo a non trovare in Occidente offerte pure che si avvicinino a rendimenti adeguati. Il prezzo delle celle a batteria è sceso dell'80% in tre anni a 100 dollari per KWh, un livello record che rende possibile l'adozione su scala commerciale. Forse questo è un settore in cui le tariffe possono creare un campione nazionale.

BANOR CAPITAL

Investment Manager Banor SICAV Volta L/S Equity

WILL SMITH - WESTBECK CAPITAL MANAGEMENT

Advisor



ASCOLTA IL PODCAST!

Per un approfondimento sul mondo delle batterie, ascolta il podcast "Recharge", presentato da Matt Fernley di Westbeck Capital Management LLP.

<https://batterymaterialsreview.podbean.com/>

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 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. 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 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. 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).