

Newsletter

Juni 2021

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Trotz der Delta-Variante bleibt der wirtschaftliche Ausblick positiv* 2
- *The Classic Fonds im Q2 2021* 5
- *Investment Case des Quartals: Grieg Seafood. IRR 17%. IV 150 NOK* 8
- *Der LTIF Natural Resources hat gerade einen langfristigen Aufwärtszyklus begonnen* 9
- *Das Öl-Narrativ ist SOOO negativ, es erinnert uns an Tabak* 12
- *Kupfer: Die Umstellung zur Elektrizität bringt eine beschleunigte Nachfrage mit sich* 13
- *Wir erhöhen unsere Investitionen in Zement leicht* 13
- *Warum ist der Fonds nicht in die Lachszucht an Land investiert?* 14
- *Gute Nachrichten über unsere Beteiligung: Panoramic Resources* 14
- *Der LTIF NR nähert sich 50 Millionen AuM* 15
- *Anhang* 16

Abbildung 1: LTIF Classic EUR vs. MSCI Daily TR Net World Index EUR

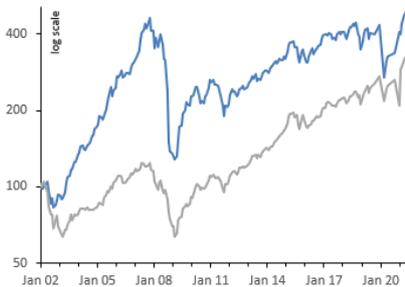
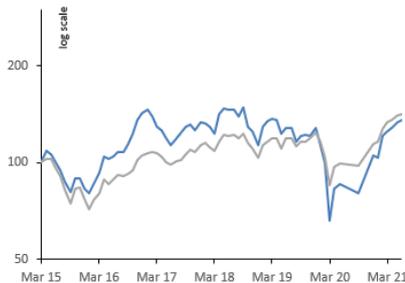


Abbildung 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“Wenn Sie davon ausgehen, dass Sie in den nächsten 5 Jahren ein Nettosparer sein werden, sollten Sie in diesem Zeitraum auf einen höheren oder niedrigeren Aktienmarkt hoffen?”

Warren Buffett

Überblick über unsere Fonds

Tabelle 1: Nettoinventarwert (Net Asset Value) – Nettofondsvolumen unserer Fonds

June 30, 2021	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	503.51	6.0%	47.5%	8.7%	85
LTIF Natural Resources [EUR]	112.58	8.3%	50.9%	0.7%	44

Source: SIA Group

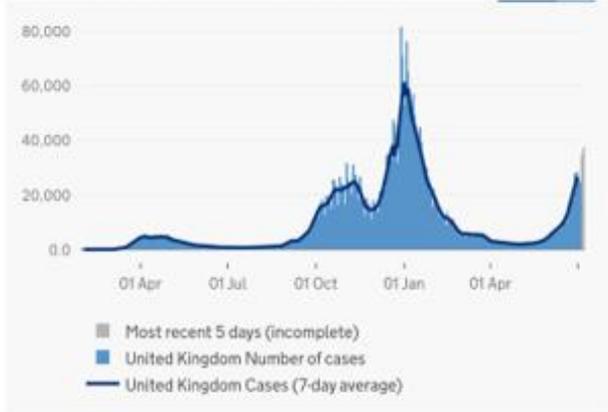
Trotz der Delta-Variante bleibt der wirtschaftliche Ausblick positiv

Die Märkte sind verständlicherweise besorgt über die aktuelle Ausbreitung der Delta-Variante des Covid-Virus. Sie ist ansteckender als die vorherigen Varianten, weshalb sie sich auch so schnell ausbreitet. Die sich am schnellsten verbreitende Variante wird per Definition immer die ansteckendste sein, obwohl diese nicht gefährlicher zu sein scheint.

Impfstoffe bieten einen starken Schutz gegen diese Variante. Selbst geimpfte Menschen, die sich anstecken (Impfstoffe schützen nie zu 100 %), entwickeln keine ernsthaften Symptome, geschweige denn lebensbedrohliche Zustände. Die Zahl der Geimpften, die ernsthaft erkranken oder sogar sterben, ist ähnlich hoch wie die der typischen Grippefälle.

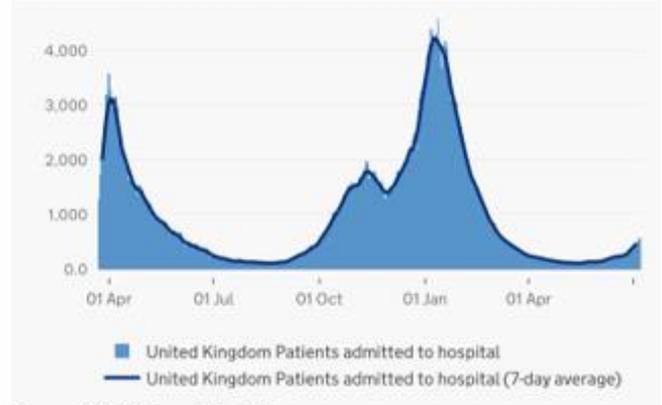
Die Daten unterstützen diese Schlussfolgerung. Betrachtet man Grossbritannien, den westlichen Spitzenreiter in Bezug auf Delta-Infektionen, und Israel, das das Virus fast eliminiert hatte, wird deutlich, dass zwar die Zahl der Infizierten zugenommen hat, die Zahl der Krankenhauseinweisungen und die Zahl der Todesfälle aber nur leicht gestiegen ist.

UK daily number of new Covid cases



Source: UK Ministry of Health

UK daily number of Covid-related hospital admissions



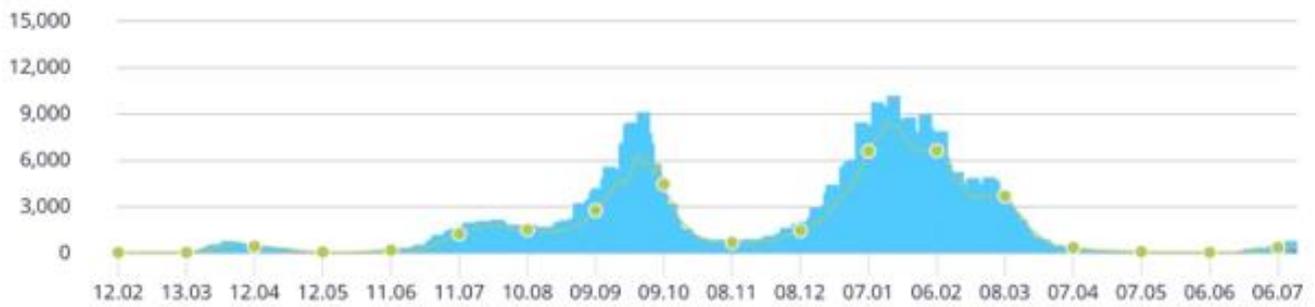
Source: UK Ministry of Health

UK daily number of Covid deaths



Source: UK Ministry of Health

Israel daily new Covid cases

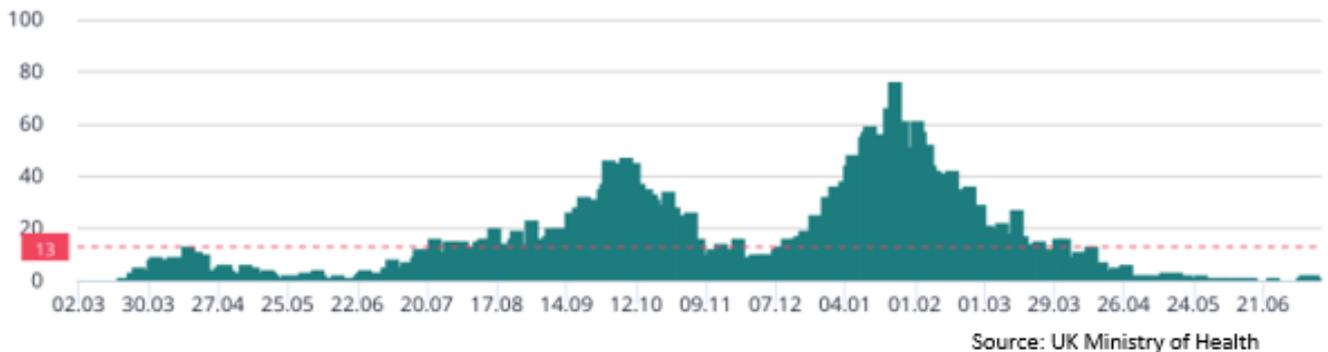


Source: Israel Ministry of Health

Israel daily Covid-related serious cases

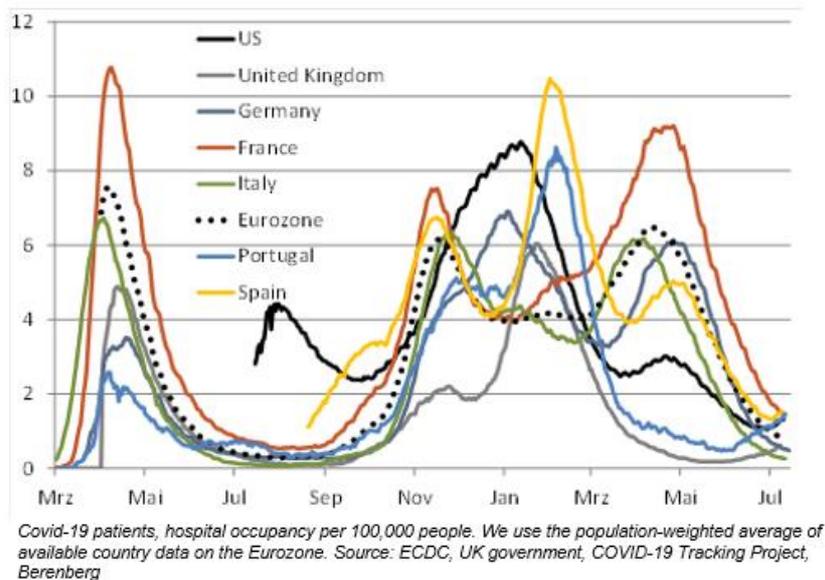


Israel daily Covid-related deaths



Diese niedrigeren Morbiditäts- und Mortalitätszahlen sind auf die Impfstoffe zurückzuführen. Und natürlich sind die meisten Menschen, die sich derzeit anstecken, jung, da ältere Menschen meist schon geimpft sind. In der Tat hat diese Krankheit junge Menschen immer relativ milde getroffen. Ältere, geimpfte Menschen, die sich mit der neuen Variante infizieren, zeigen in der Regel sehr milde Symptome

Europas tägliche Covid-bedingte Hospitalisierungsraten



Da noch mehr Menschen geimpft werden und nicht geimpfte Menschen infiziert werden und Antikörper entwickeln, sollte diese letzte Welle bald abebben. Neue "Auffrischungsimpfungen", wie sie jährlich gegen die Grippe eingesetzt werden, werden derzeit entwickelt und angewendet. Es ist daher sehr unwahrscheinlich, dass diese Krankheit in einem Jahr immer noch in den Nachrichten sein wird, obwohl es wichtig ist, die Notwendigkeit zu betonen, die Impfraten in einigen Entwicklungsländern (Latam, Afrika und Teile Asiens) drastisch zu erhöhen. Die Industrieländer müssen erkennen, dass Covid-19 ein globales, nicht lokales Problem ist und aus dieser Perspektive angegangen werden muss.

Trotz alledem geht es mit der Wirtschaft weiter aufwärts. Obwohl die jüngsten Covid-Entwicklungen ein harter Schlag für den Tourismus in Europa sind und die davon abhängigen Länder und Industrien negativ beeinflussen, verbessern sich die meisten anderen Sektoren schnell. Die Statistiken zur Industrieproduktion spiegeln dies ebenso wider wie die Preissteigerungen. Die fast 15-jährige Periode der erfolgreichen Zählung der Inflation ist nun zu Ende gegangen.

All dies lässt für viele Unternehmen in den nächsten Quartalen ein eher freundliches Szenario erwarten. Da die mächtigen Wellen der Pandemie abklingen und die Euphorie der Erholung mit der Zeit verblasst, wird Stock Picking wieder sehr wichtig werden. Einige Unternehmen werden besser abschneiden als andere, und einige Aktien werden billiger sein als andere. Dies sind die bestimmenden Faktoren für den langfristigen Anlageerfolg.

Per Mitte Juli 2021 liegt der LTIF Classic bei rund EUR 500 (+20% ytd.)

In den letzten Monaten haben wir nach der starken Aktienmarktentwicklung und den hohen Bewertungen einiger Sektoren und Aktien die Segel etwas gestrichen, etwas mehr Barmittel aufgebaut, die 3-4 Kategorien etwas reduziert, unser Engagement im Bergbau verringert und die Qualitätskomponente des Portfolios geringfügig verstärkt.

Warren Buffett erklärt, dass es, wenn Sie Ihre Ersparnisse in den nächsten Monaten oder Jahren investieren wollen, viel besser ist, wenn der Aktienmarkt nach unten geht, damit Sie billiger kaufen können. Wir warten auf diese kleine Korrektur (oder eine grosse, man weiß ja nie), bevor wir in Aktion treten. Wenn der Aktienmarkt hingegen weiter steigt, *"no problem"*, werden wir mit ihm steigen.

Der Classic Fonds ist im bisherigen Jahresverlauf um 20% gestiegen und steht bei rund 500 EUR pro Anteil. Die wichtigsten amerikanischen (S&P500) und europäischen (STOXX Europe 600) Indizes sind bisher in diesem Jahr um 13-15% gestiegen, so dass wir weiter aufholen, einschliesslich der Schwellenländer, die mit einer durchschnittlichen Performance von +5% bisher im Jahr 2021 nicht allzu gut abschneiden.

Aufgeschlüsselt nach Sektoren waren Energie (+50%), zyklische Konsumgüter (+30%) und Finanzwerte (+30%) bisher die Stars des Classic in diesem Jahr, was unterstreicht, dass sich alle unsere Sektoren im positiven Bereich befinden. Es sei daran erinnert, dass diese Sektorkommentare nur für unser Portfolio gelten, da wir nur 3-4 Unternehmen pro Sektor haben; folglich ist es die Auswahl der Aktie und nicht der Sektor, der wirklich zählt.

Die folgenden Aktien, die alle über +20% liegen, führen die Performance des Jahres 2021 bis heute an: Raytheon, Mocorp, Devro, die Lachsunternehmen (Leroy Seafood und Mowi), CompassGroup, ISS, Pandora, ASML und die Ölunternehmen (Cenovus, Hess, EOG und Suncor).

Auf der "enttäuschenden" Seite sind in diesem Jahr nur zwei unserer Unternehmen in den roten Zahlen, nämlich MTU Aeroengines und Grifols, zwei qualitativ hochwertige Unternehmen, die uns wenig Sorgen machen. Bei Grifols haben wir unseren Einstandspreis kontinuierlich reduziert, und sollten wir die Chance bekommen, werden wir unsere Position in MTU auf niedrigerem Niveau ebenfalls aufstocken. Die langfristigen Aussichten der MTU sind so hervorragend, dass sie eine der wenigen Aktien ist, bei der ein Kursrückgang willkommen ist (um natürlich viel mehr zu kaufen).

Der aktuelle IRR vom Classic beträgt 13%. Aktualisierter Intrinsic Value: EUR 680 pro Anteil

Unsere aktualisierten Discounted-Cashflow-Modelle beziffern den Intrinsic Value (IV) vom Classic auf EUR 680 je Anteil, mit einem mittelfristigen Aufwärtspotenzial von 35-40% und einem IRR auf die Investition von 13%. Dies sind durchschnittliche Zahlen für den Classic, was darauf hindeutet, dass die Aktienmärkte jetzt insgesamt auf einem "fairen" Niveau handeln.

Es ist seltsam, aber wenn wir vom Auflegungsdatum des Classic (Anfang 2002) ausgehen und eine jährliche Wertsteigerung von 10 % über 20 Jahre berechnen (unser Wertsteigerungsziel nach Gebühren), erhalten wir einen NAV von EUR 673 pro Aktie, der nahe an unserem Intrinsic Value liegt. Es stimmt, dass wir etwas im Rückstand sind, aber wir werden unser Bestes tun, um diesem Ziel im Jahr 2022 näher zu kommen.

Das ist die Magie des Zinseszinses: 10% pro Jahr zu machen bedeutet, die Investition ungefähr alle 7 Jahre zu verdoppeln, so dass sie innerhalb von 21 Jahren mit 8x (2x2x2) multipliziert wird. Übrigens ist es für uns ganz klar, dass eine der Lösungen für das Rentenproblem vieler Länder ein grösseres Engagement am Aktienmarkt ist, dessen langfristige Rendite den meisten Vermögenswerten (festverzinsliche Wertpapiere, Immobilien, Gold usw.) weit überlegen ist und einen Inflationsschutz bietet. In Ländern wie den USA/Schweiz ist das Engagement in Aktien bereits überdurchschnittlich hoch (die Zinssätze in der Schweiz waren viel früher sehr niedrig/negativ) und wir denken, dass andere Regierungen folgen könnten.

Wir haben kürzlich das Anlageportfolio eines renommierten deutschen Rückversicherers analysiert und festgestellt, dass nur 2 % davon in Aktien investiert sind. Es besteht ein tiefes Missverhältnis zwischen den meisten Pensionsvermögen und -verbindlichkeiten (sowohl öffentlich als auch privat). Eine der Lösungen könnte darin bestehen, das Gewicht der Aktien in den Portfolios zu erhöhen, um die historische Rendite von 6-7% pro Jahr zu erreichen. Volatilität ist kein Risiko und Risiko lässt sich nicht wirklich nachahmen.

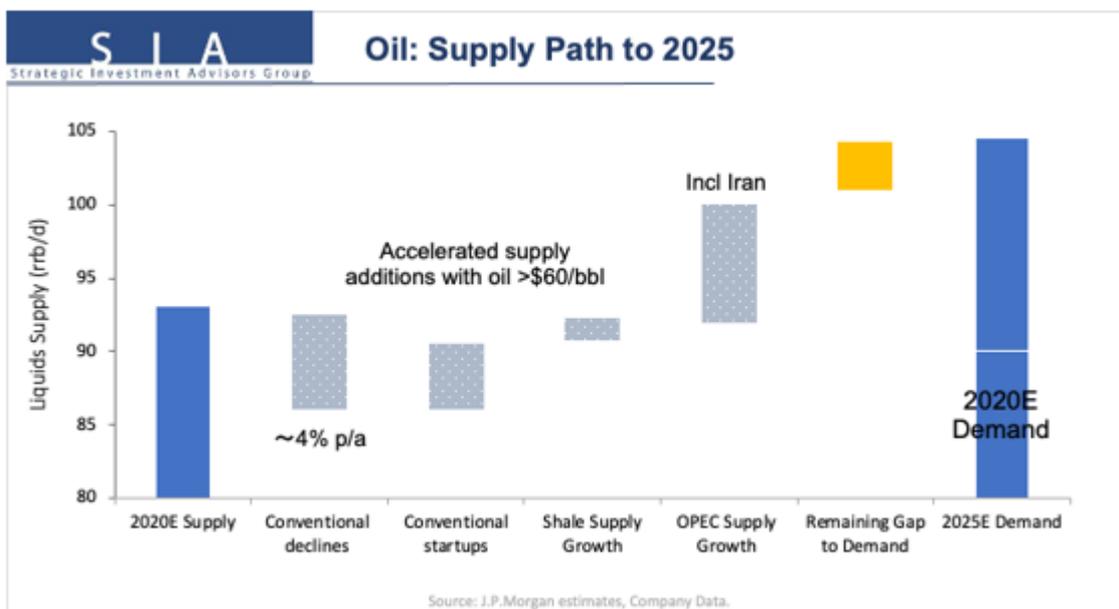
Der Classic ist sowohl konzentriert als auch diversifiziert. Wir sehen den Aufwärtspfad des Öls sehr deutlich

Derzeit hat der Classic nur einen Sektor stark gewichtet, den Ölsektor, in dem wir rund 17% des Fonds halten. Es stimmt, dass dieser Sektor wie der Ölpreis in diesem Jahr bisher stark gestiegen ist (>50%), aber es stimmt auch, dass die E&P-Unternehmen immer noch extrem billig sind und Öl mit \$50 pro Barrel bewerten, wenn Brent über \$70 liegt.

Uns ist auch klar, dass sich die Ölnachfrage bis 2022 wieder normalisieren wird (>100 Mio. Barrel pro Tag) und dass die Lagerbestände und die OPEC+ Reservekapazitäten im Laufe des nächsten Jahres abgebaut werden. Was bedeutet dies? Dass wir Zeugen eines explosiven Cocktails werden, der die fünf folgenden Hauptfaktoren vereinigt:

- 1) Erschöpfung oder **Produktionsrückgänge von 3-4% p.a. (3-4 Mio. b/d, oder 1 Saudi-Arabien alle 3 Jahre).**
- 2) **Massive Unterinvestitionen im Upstream-Bereich seit 2014** (siehe Grafik auf S. 6).
- 3) **Ölfirmen investieren zunehmend in "saubere" Unternehmen, um Emissionen zu senken**, was zu geringeren Ausgaben für die Ölexploration und -produktion führt.
- 4) **Geringere Investitionen aufgrund der finanziellen Disziplin**, die der Ölsektor auf Wunsch seiner Investoren nach einem Jahrzehnt sehr schlechter Renditen eingeführt hat.
- 5) **Kaum Steigerung der amerikanischen Schieferölproduktion.**

Wir gehen davon aus, dass dieser Cocktail mit Ölpreisen enden wird, die mindestens bei einem Anreizregime liegen (\$70-80) und sehr wahrscheinlich viel höher, aufgrund der Schwierigkeiten, neue Lieferungen zu erhalten und der Unelastizität der Nachfrage. Wir denken, dass **die Ölpreise stark ansteigen werden, um Anreize für neue Investitionen in den kommenden Jahren zu schaffen**. Darüber hinaus denken wir, dass die Ölpreise auch dann hoch bleiben könnten, wenn die Nachfrage sinkt (was wir frühestens im Jahr 2030 sehen werden). *Weitere Kommentare finden Sie im Teil LTIF Natural Resources.*



Der Rest des Fonds (siehe Tabelle der Top-10-Positionen) ist extrem diversifiziert, obwohl, wenn wir die Sektoren aggregieren, wir am Ende mit jeweils 10% des Vermögens in Luft- und Raumfahrt, Lachs und Catering/Reinigungsdienstleistungen landen, die die "repräsentativsten Teilsektoren" sind.

Eine Möglichkeit, den Diversifizierungsgrad des Classic zu verstehen, ist ein Blick auf **die Top-10-Positionen, die normalerweise die Hälfte des Fonds ausmachen**. Wir haben grosse Positionen in Unternehmen aus den Bereichen Banken (ING), Reinigungsdienste (ISS), Catering (Sodexo), Blutplasma (Grifols), Zement (Heidelberg Cement), Luft- und Raumfahrt (Thales), Öl (Cenovus und Suncor), Verbraucher (Henkel) und Wursthäute (Devro).

Das ist kein Zufall: **Einerseits wollen wir diversifiziert sein**, damit unsere Anlagen nicht nur von wenigen Faktoren abhängen (Risikomanagement), **andererseits wollen wir konzentriert sein**, damit wir eine Chance haben, die Indizes und das passive Management im Allgemeinen zu schlagen.

Top 10 Holdings	% of NAV
ISS A/S	6.4
ING Groep NV	5.8
HeidelbergCement AG	5.8
Cenovus Energy Inc	4.8
Grifols SA	4.7
Thales SA	4.7
Devro PLC	4.6
Sodexo SA (CFD)	4.2
Suncor Energy Inc	4.1
Henkel AG & Co KGaA (CFD)	4.1
Total	49.2

Wenn wir diese 10 Unternehmen kritisch betrachten, **sind wir der Meinung, dass ALLE von ihnen sowohl eine herausragende QUALITÄT als auch einen herausragenden WERT haben**, was unsere strategische Entscheidung widerspiegelt, niemals in schlechte Unternehmen zu investieren, selbst wenn sie anscheinend für einen Spottpreis verkauft werden.

Investment Case des Quartals: Grieg Seafood. IRR 17%. IV 150 NOK

Wir haben eine wichtige Position in einem Lachszuchtunternehmen, Grieg Seafood, bei dem wir eine Ausnahme in Bezug auf die Bilanz gemacht haben. Grieg Seafood hat zu viele Schulden (Nettoverschuldung von 4,5 Mrd. NOK, ca. 450 Mio. EUR), die auf ein schlechtes Jahr 2020 (Covid-19-Krise), hohe Investitionen in Anlage- und Betriebskapital und die jüngsten Akquisitionen (Lachsfarmen in Kanada) zurückzuführen sind.

Grieg Seafood erfüllt zudem eine weitere unserer Grundprämissen nicht - Vermeidung von Unternehmensumstrukturierungen - denn das Unternehmen ist dabei, seine Kosten zu senken und seine Effizienz und Produktivität zu verbessern, um das Unternehmen auf ein Niveau zu bringen, das näher an dem der führenden Lachsfarmen liegt. Historisch gesehen lag die Qualität von Grieg Seafood unter dem Branchendurchschnitt, aber die Familie Grieg (Hauptaktionär) und das Managementteam sind entschlossen, das Unternehmen auf das nächste Level zu bringen.

Wir verfügen über eine langjährige Kenntnis des Sektors, da wir seit mehr als einem Jahrzehnt in die Lachszucht investiert sind. Unsere Position in diesem Unternehmen basiert auf den beiden folgenden Hauptfaktoren:

1. **Nach unserer Einschätzung wird das Angebot an Lachs in den kommenden Jahren die Nachfrage nicht decken.** Wir erwarten daher hohe Lachspreise (> 6-7 Euro pro Kilo an der Quelle).
2. Grieg Seafood hat gerade den **Verkauf seiner Vermögenswerte in Schottland** (Shetland-Inseln) für NOK 2 Mrd. angekündigt, was das Problem der finanziellen Verschuldung löst. Wir verstehen auch, dass **der Umstrukturierungsprozess auf dem richtigen Weg ist** und

hauptsächlich einer Post-Smolt-Strategie folgt (Aufzucht von Fischen bis zu einem Gewicht von 500 Gramm in Onshore-Fischfarmen und anschliessende Verbringung in die Meeresfarm, um ihr biologisches Risiko und die Sterblichkeit, das Hauptproblem des Unternehmens, zu reduzieren).

In diesem Zusammenhang handelt die Aktie mit einem KGV von ca. 10-12x im Vergleich zum Branchendurchschnitt von 18-20x und einer Free-Cashflow-Rendite von über 10%, um nur einige Kennzahlen zu nennen, auf einem sehr attraktiven Niveau.

Aber abgesehen von den Zahlen geniessen der Lachssektor und Grieg Seafood eine grossartige strategische Positionierung mit enormen Eintrittsbarrieren und einer Rendite auf das eingesetzte Kapital von über 20 %, wenn die Preise nicht zyklisch gedrückt sind. Es ist ein phänomenales Geschäft, mit geringem Risiko von neuer Konkurrenz in den nächsten 5-10 Jahren.

Wir haben insgesamt 8-10% des Classic Fonds in Lachs, mit Positionen in Leroy Seafood und Mowi, die nach unseren Zahlen IRRs von 10-12% bei sehr geringem Risiko aufweisen. Grieg Seafood ist eine etwas risikoreichere Anlage mit einem IRR auf die Investition von 17% und einem Intrinsic Value von NOK 150 pro Aktie nach unserem Modell, verglichen mit dem aktuellen Kurs von NOK 90.

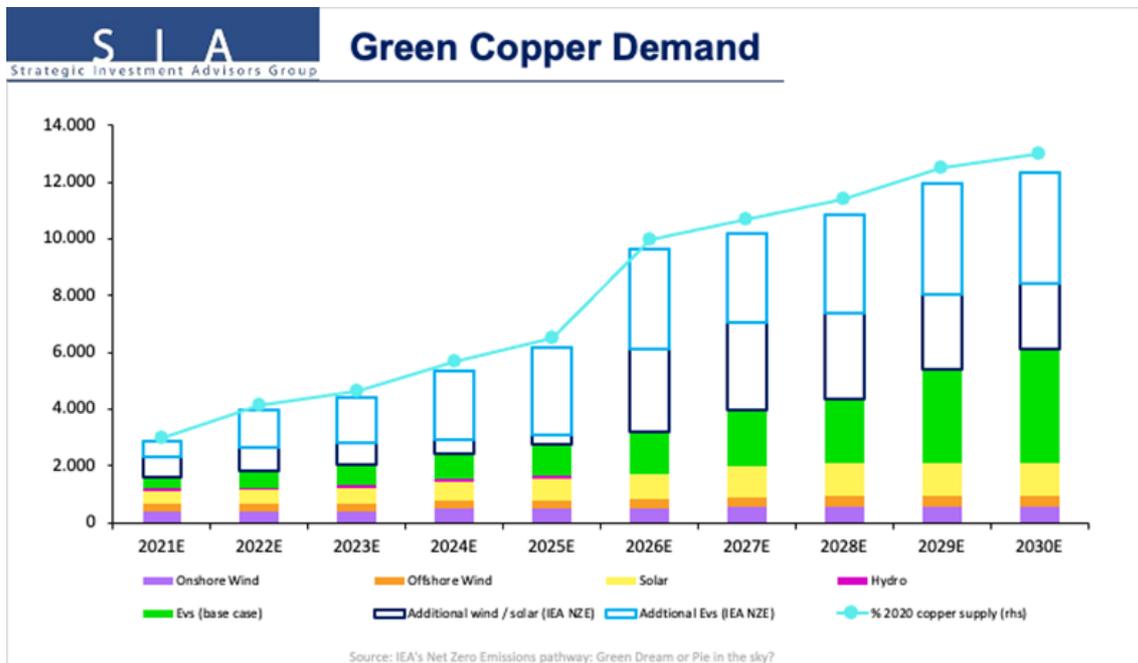
Der LTIF Natural Resources hat gerade einen langfristigen Aufwärtszyklus begonnen

Der Natural Resources Fonds hat sich in diesem Jahr bisher ebenfalls stark erholt, mit einem Wertzuwachs von 20% im Jahr 2021 und einem NAV von EUR 105 pro Anteil. Wie wir in den letzten Newslettern besprochen haben, könnte dieser Fonds einen aussergewöhnlichen 5-10-Jahres-Ausblick haben, da wir davon überzeugt sind, dass nach der Covid-19-Krise ein neuer Rohstoffzyklus (oder Superzyklus) beginnen wird, wobei zu berücksichtigen ist, dass solche Rohstoffzyklen lange Zyklen sind, die bis zu einem Jahrzehnt dauern.

Nach der Erfahrung des 2013 begonnenen Bären-Zyklus (8 Jahre bis 2020), stösst der LTIF Natural Resources wieder auf Interesse. Das Thema Natural Resources wird bei den meisten unserer Treffen mit Investoren angesprochen, aufgrund der Bedeutung des Klimawandels, der konsequenten Elektrifizierung der Volkswirtschaften und der enormen Auswirkungen, die dieser Übergang auf verschiedene Rohstoffe haben wird.

Bei SIA Funds bemühen wir uns, die tiefgreifenden Veränderungen, die auf uns zukommen, zu verstehen. Bisher haben wir 4 langfristige Auswirkungen identifiziert, die wir versuchen, im Fonds zu erfassen:

- 1) **1) Das aktuelle Kupferangebot sowie die Kapitalinvestitionen reichen nicht aus, um den wachsenden Bedarf zu decken, den die Elektrifizierung der Weltwirtschaft vorantreibt.**

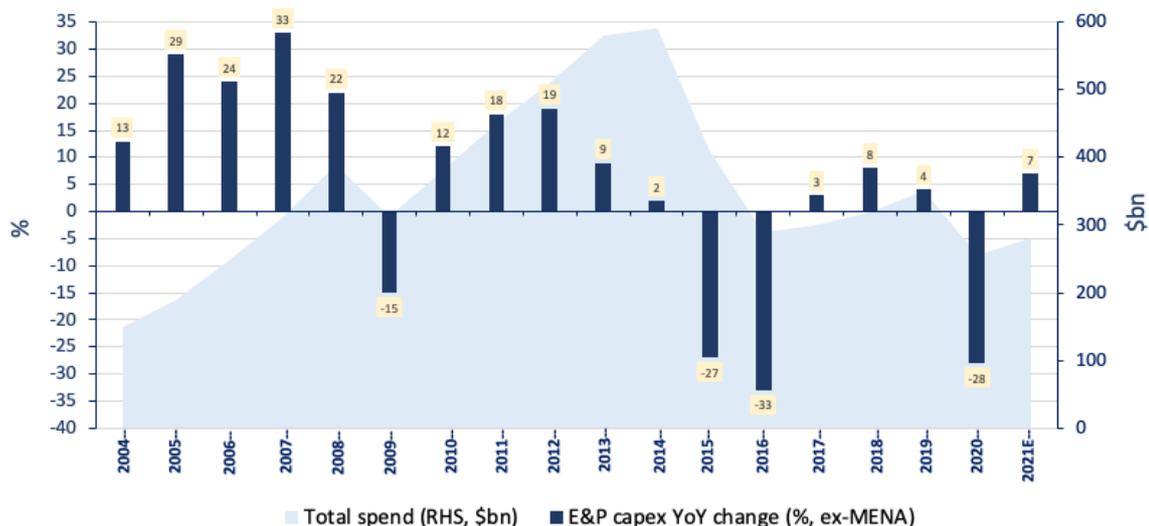


2) Die Nachfrage nach Nickel wird aufgrund seiner Verwendung in Elektrobatterien massiv steigen, und das Angebot wird mit der Nachfrage kaum Schritt halten können.

3) Es wird immer deutlicher, dass die Kernenergie eine der wenigen Möglichkeiten ist, die Dekarbonisierung zu unterstützen, da sie kein CO₂ oder andere Treibhausgase produziert.

4) Wir denken, dass die Ölpreise stark ansteigen werden, um Anreize für neue Investitionen in den kommenden Jahren zu schaffen. Ausserdem denken wir, dass die Ölpreise auch bei einem Rückgang der Nachfrage (den wir frühestens 2030 sehen werden) hoch bleiben sollte. Dieser Punkt ist möglicherweise der Hauptunterschied zwischen dem LTIF Natural Resources und dem Konsens, wobei letzterer in gewisser Weise dem Narrativ der maximalen Ölnachfrage verhaftet ist.

Total Upstream E&P Capex



Source: J.P. Morgan estimates, Company data.

Diese vier Themen machen derzeit 3/4 des Natural Resources Fonds aus, wobei die grösste Gewichtung im Öl liegt ca. 50%, gefolgt von Kupfer mit 20% und 10-15% in Nickel und Uranminen.

Der LTIF Natural Resources zeigt einen IRR von 14% und einen IV von EUR 160, auf «mid-cycle» Bewertungen

Die Welt der Rohstoffe ist sehr komplex, wenn Makro-, Sektor- (Angebot und Nachfrage), Rohstoffpreis- (der wichtigste Input für die Bewertung) sowie Mikrofaktoren (Reserven, Kosten, Recht usw.) ins Spiel kommen und zusätzlich die Sichtbarkeit der Cashflows und damit die Bewertungen trüben.

Im Laufe der Jahre haben wir ein Bewertungsmodell entwickelt, das auf Konvergenz (oder Mid-Cycle) basiert, d.h. wir bewerten die Unternehmen zu Anreizpreisen (dem Gleichgewichtspunkt zwischen Angebot und Nachfrage, der neue Investitionen anregt), während wir die Margen und Kapitalrenditen auf der Grundlage dieser Preise und des historischen Durchschnitts der Unternehmen konvergieren.

Diese Methode ist die einzige, die es uns erlaubt, einen strukturellen IV für Unternehmen zu berechnen, ist aber keineswegs eine perfekte Methode.

Das grosse Problem liegt auf der Angebotsseite, die einen sehr langen Zyklus hat – der Bau einer neuen Mine kann ein Jahrzehnt dauern, genauso wie eine Offshore-Ölbohrung – und das führt zu Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage, die viele Jahre lang anhalten. In den meisten Wirtschaftsbereichen reagiert das Angebot relativ schnell auf hohe Preise, aber das gilt nicht für Rohstoffe, die mehr Zeit brauchen, um die Produktion aufzunehmen.

Darüber hinaus ist die Nachfrage nach den meisten Rohstoffe sehr unelastisch, was bedeutet, dass die Preise bei knapper Produktion auf ein Niveau steigen, das weit über dem Anreizpreis liegt und mehrere Jahre lang dort bleiben kann.

Wie können also Bewertungen angenähert werden? Rohstoffpreise tendieren dazu, für mehrere Jahre deutlich über den Anreizpreis zu steigen – oder umgekehrt auch für längere Zeit unter die marginalen Cash-Kosten zu fallen – wenn das Angebot knapp ist. Dem Aktienmarkt sind diese Schwankungen nicht fremd, und er bewertet Unternehmen in Aufwärtszyklen deutlich über der Zyklusmitte, in Abwärtszyklen aber auch deutlich darunter. Im Allgemeinen sollte der Markt, wenn die Gewinne eines Bergbauunternehmens viel höher sind als die normalisierten oder konvergenten Gewinne, ein niedriges KGV ansetzen, was aber in der Realität nicht der Fall ist.

Wir gehen davon aus, dass der Natural Resources Fonds weiterhin eine grosse Volatilität um den IV herum erleben wird, was in einem langfristigen Aufwärtszyklus sehr positiv sein sollte, wenn unsere Argumentation richtig ist.

Wendet man den Drawdown des Fonds während der Covid-19-Krise (März 2020, als der Markt eine globale Rezession "eingepreist" hat) in umgekehrter Richtung an, sollte sich der LTIF Natural Resources in den nächsten Jahren um das 2-2,5-fache vervielfachen, sobald die Engpässe u.a. bei Kupfer, Nickel, Uran und Öl offensichtlich werden.

Das Öl-Narrativ ist SOOOO negativ, dass es uns an Tabak erinnert. Bitte werfen Sie einen Blick auf die Performance der Tabakaktien in den letzten 2 Jahrzehnten (10% p.a. seit 2001)

Im Allgemeinen gibt es ein strukturelles negatives Narrativ für Öl und fossile Brennstoffe, einschliesslich Peak Oil-Nachfrage, Kohlenstoff- und andere Gasemissionen, politischer Druck, Regulierung usw., **was dazu führt, dass eine grosse "Risikoprämie" auf den Sektor angewendet wird.** Dies ist der Grund, warum die massiv gedrückten Bewertungen langfristig nur einen Ölpreis von 50 \$ "einpreisen", während Rosneft (der zweitgrösste Produzent der Welt nach Aramco) in krassem Gegensatz dazu kürzlich vor einer ernsthaften zukünftigen Ölknappheit angesichts des Jahrzehnts der zu geringen Ausgaben warnte.

Einige Ölkonzerne, vor allem die europäischen, haben sich von ihren Öl-Assets getrennt. Shell beispielsweise verkaufte seine Onshore-Upstream-Assets in Ägypten zu einer geschätzten Bewertung des 1-2-fachen EV/EBITDA (bei aktuellen \$75 Brent). Diese Gelder werden möglicherweise in erneuerbare Projekte mit niedrigen einstelligen IRRs und einem unterschätzten Regulierungsrisiko reinvestiert: Ein grosser Werttransfer von Shell-Aktionären an Dritte.

Ein weiteres Beispiel ist der grösste Produzent in der Nordsee, **Harbour Energy, der mit einer geschätzten Bewertung des 2-fachen EV/EBITDA bei 75 \$ Brent gehandelt wird**, was natürlich den Wert der nicht-operativen Vermögenswerte (Zama, Sea Lion usw.) und die steuerlichen Verlustvorträge nicht berücksichtigt. Das Unternehmen fördert in der Nordsee mehr Öl als BP, Exxon, Shell, Chevron usw., aber das interessiert niemanden; die Aktie wird als "Dog Stock" gehandelt, und wir kaufen geduldig weiter.

Aus diesen und anderen Gründen meidet der Fonds weiterhin die meisten Öl-Majors und investiert lieber in Unternehmen mit direktem Engagement in Öl wie Suncor, CNQ, Surgut, Gazprom, Petrobras, Hess, Conoco, Harbour, Cenovus, Lundin Energy usw., die unserer Ansicht nach stark von höheren Ölpreisen profitieren werden. Übrigens haben die meisten dieser Unternehmen erstklassige ESG-Standards und führen die Dekarbonisierungsbemühungen in der Branche an.

Ein letztes Wort zu Hess: Offshore Guyana zeigt ein immer grösseres Potenzial, und einige Branchenexperten beginnen davon zu sprechen, dass eine neue Ölprovinz, vergleichbar mit Venezuela, entsteht. Das mag noch sehr weit in der Zukunft liegen, aber die beteiligten Firmen sind Exxon, CNOOC

und Hess. Letztere, an der wir beteiligt sind, ist das Unternehmen mit dem grössten Hebel, wenn man die potenzielle Grösse der Felder in Guyana mit der Grösse des Unternehmens vergleicht.

Kupfer: Die Umstellung zur Elektrizität bringt eine beschleunigte Nachfrage mit sich in einem Moment, in dem es an neuen Projekten mangelt

Der Ex-CEO von Glencore, Ivan Glasenberg, erwähnte kürzlich, dass sich die Kupferproduktion bis 2050 verdoppeln muss, um die zukünftige Nachfrage zu decken. Leider ist es schwer zu erkennen, woher die neue Produktion kommen könnte, wenn man bedenkt, dass ein Jahrzehnt lang zu wenig Geld ausgegeben wurde.

Zum aktuellen Mangel an Projekten kommt hinzu, dass die Regierungen bei steigenden Rohstoffpreisen gerne zusätzliche Einnahmen erzielen und die Steuern erhöhen, was Chile und Peru (mit 50% des weltweiten Kupferangebots) gerade tun. Dies unterstützt keine neuen Ausgaben, sondern legt die Messlatte für Projekte noch höher, und wir erwarten, dass andere Länder folgen werden. Wenn sie das tun, werden sie das Sprichwort "Kurzfristig leichtes Geld, langfristig reduzierte Ausgaben" ignorieren.

Der Economist erwähnte kürzlich sogar die Möglichkeit, Vulkane abzubauen, in denen es relevante Kupfervorkommen gibt, obwohl der Umfang, die Abbaubedingungen, die Geologie usw. dies sehr schwierig machen. Auch den Meeresbergbau, der tatsächlich in erheblichem Umfang betrieben werden könnte, sehen wir aus Umweltgründen nicht als Alternative.

Wir erhöhen unsere Investitionen in Zemente leicht

Draghi kündigte ein 220 Mrd. EUR schweres Konjunkturpaket für Italien an, das viele Bereiche wie Infrastruktur, Hochgeschwindigkeitszüge und Energie umfasst. Solche Infrastrukturinvestitionen, die in vielen Ländern getätigt werden (Europäischer Konjunkturfonds, US-Infrastrukturgesetz, China usw.), werden die Nachfrage nach vielen Rohstoffen, u. a. Zement, aufrechterhalten.

Wir denken, dass der Sektor aufgrund seiner grossen Kohlenstoffemissionen in Ungnade gefallen ist. Zementhersteller weisen Ähnlichkeiten mit integrierten Stahlunternehmen auf, die Eisenerz-/Kohleminen besitzen: Zunächst müssen Kalkstein und Ton abgebaut und gemahlen werden; um Klinker herzustellen, müssen diese anschliessend auf 1450 Grad Celsius erhitzt werden, was sehr energie- und CO₂-intensiv ist. Für die Herstellung einer Tonne Klinker wird die Energie von 135 kg Kohle oder 86 kg Rohöl benötigt; ausserdem sind die Transportkosten, ähnlich wie bei anderen Massengütern, erheblich.

Allerdings sind die Zementunternehmen etwas vom Wettbewerb abgeschirmt, da sie eine Art lokales Oligopol darstellen. Unternehmen wie Heidelberg werden unter dem 6-fachen EV/EBITDA gehandelt und werden von der steigenden Nachfrage und der lokalen Oligopolstruktur profitieren, was es ihnen ermöglichen sollte, die Kostensteigerungen (die Dekarbonisierungskosten) weiterzugeben. Heidelberg ist einer der ESG- und Dekarbonisierungsführer und wir denken, dass sie in der Lage sein werden, den Grossteil der zusätzlich entstehenden Kosten auf ihre Kunden abzuwälzen.

Der Fonds hat begonnen zusätzlich eine Position in Buzzi Unicem aufzubauen. Angesichts des Familienbesitzes und der sehr guten globalen Marktposition dieses Unternehmens handelt es sich um ein gut geführtes, schuldenfreies und wenig vermarktetes Unternehmen. Neben seiner Position in Europa hat es auch eine starke Marktposition in den USA und weltweit. Es sollte auch von der Investitionserholung in der Öl- und Bergbauindustrie profitieren. Das Unternehmen hat u.a. eine starke

Präsenz in Texas, Minas Gerais in Brasilien und im Ural in Russland. Im Katalog von Suchoi Log finden sich zum Beispiel Spezialzemente, die in der Ölförderindustrie eingesetzt werden.

Warum ist der Fonds nicht in die Lachszucht an Land investiert?

Wir haben vor vielen Jahren begonnen, uns mit der Onshore-Lachszucht zu befassen und haben viele Due Diligences, Modelle/Zahlen/DCF durchgeföhrt, weil uns die wachsende Nachfrage und die Angebotsknappheit der Lachszuchtindustrie gefiel. Wir erinnern uns noch genau daran, dass wir alle möglichen Zahlen zu Capex, Betriebskapital, Preisen, Kosten usw. bereitgestellt haben.

Wir sprachen auch mit einigen Unternehmen, um unsere Arbeit zu überprüfen, aber **ein Treffen war für uns das Entscheidende, was uns dazu brachte, uns auf die Risiken zu konzentrieren**. Das war, als der ehemalige Geschäftsführer von Marine Harvest (jetzt Mowi) uns sagte, dass die Lachszucht an Land ein hochriskantes Unterfangen sei, viel risikoreicher als allgemein angenommen, denn Biologie ist keine Mathematik, und ihre Versuche waren viele Male gescheitert. Wir beschlossen daraufhin, die Entwicklung der Onshore-Farming von aussen zu betrachten und so weit, so gut.

Wie in vielen anderen Bereichen haben auch die Rohstoffindustrie und die Lachszucht ihren Anteil am Private-Equity-Boom, der dazu führte, dass in den letzten Jahren viele Onshore-Fischzuchtprojekte finanziert werden konnten. Es überrascht uns daher nicht mehr, dass die Marktteilnehmer nicht sehr erpicht darauf sind, die vernünftig bewerteten, Cashflow generierenden, kostengünstigsten Branchenführer in Norwegen zu kaufen, sondern frühe, risikoreichere Onshore-Startups bevorzugen. Nun, das stimmt nur zur Hälfte... sehen Sie sich nur das jüngste Übernahmeangebot für Norway Royal Salmon an, das zu lächerlich niedrigen Preisen abgegeben wurde.

Atlantic Sapphire, das grösste Onshore-Aquakultur-Unternehmen, ist das wichtigste Start-up. Wie wir bereits erwähnt haben, haben uns die bisherigen Kostenführer immer gesagt, dass die Onshore-Fischzucht angesichts der enormen Investitionskosten und der biologischen Probleme ein schwieriges und riskantes Unterfangen ist. Land, Wasser, Lizenzen, Anlagen, Betriebskapital, Filter, Kühlsysteme und künstliche Strömungen sind teuer im Vergleich zum natürlichen Lebensraum des Lachses (dem Meer), und die Zahlen könnten nur aufgehen, wenn die Lachspreise auf ihrem Höhepunkt sind. Das Problem ist jedoch nicht wirklich das Zahlenwerk, sondern das Risiko. Es besteht das unterschätzte Risiko, dass die Onshore-Zucht viel langsamer und weit weniger profitabel ist als erwartet, was sich sehr negativ auf den IRR auswirkt, vor allem, wenn auch relevante Mortalitätsepisoden berücksichtigt werden.

Wir verfolgen diese Unternehmungen aus der Ferne, hauptsächlich um ihre potenzielle Produktion auf lange Sicht zu bewerten. Bisher scheinen sie keine Bedrohung für die Branche darzustellen, und offen gesagt erwähnt niemand die Auswirkungen des Klimas und der ESG auf die Onshore-Farming. Ist die Branche wirklich eine Bio-Branche? Wir glauben, dass die Offshore-Zucht mit ihren ständig steigenden Standards wirklich der Bio-Teil der Lachsindustrie darstellt.

Gute Nachrichten über unsere Beteiligung: Panoramic Resources

Im Juli begann Panoramic vorzeitig mit dem Untertagebau bei Savannah. Das Nickel-EI-Kupfer-Kobalt-Konzentrat wird nach Port Wyndham in der Kimberley-Region in Westaustralien verschifft. Der alte Abnahmevertrag (Jinchuan) lief aus, aber ein neuer wurde mit Trafigura unterzeichnet.

Angesichts der Knappheit an Konzentrat ist ein solcher Abnahmevertrag für die Bergbauunternehmen wesentlich besser, da sie einen grösseren Teil der Einnahmen erhalten als die Schmelzwerke. Diese

Vereinbarungen sind nicht immer transparent, werden aber auch kaum je genau eingehalten. Der Effekt ist daher oft vergleichbar mit einem Rohstoffpreisanstieg von 20-30%, zusätzlich zu den notierten LME-Preisen für Nickel, Kupfer, Zink, Kobalt usw.

Der LTIF Natural Resources nähert sich 50 Millionen AuM

Damals im Jahr 2016 waren wir bei SIA Funds unsicher über die Zukunft des LTIF Natural Resources, angesichts des langen Baisse-Zyklus, dessen Ende nicht absehbar war, und der daraus resultierenden Flucht der Investoren, die nur Vermögen unter 5 Mio. € unter Verwaltung nahmen. In jenem Jahr kam ein bekannter Rohstoff-Fondsmanager zu SIA Funds und drängte uns, den Fonds zu halten, in der Überzeugung, dass ein neuer Rohstoff-Aufwärtszyklus, wie der zwischen 2002 und 2011, bevorstehe.

Dieser Manager, Urs Marti - jetzt Partner bei SIA und Mitglied des Investmentkomitees - hat nicht nur die nötige Energie aufgebracht, um den LTIF Natural Resources zu erhalten, sondern uns auch sehr dabei geholfen, ein verwaltetes Vermögen von fast 50 Millionen Euro zu erreichen.

Wenn sich unser Szenario bewahrheitet, ist dies nur der Anfang, und dieser Fonds wird sein Vermögen allein durch die Bewertung mehr als verdoppeln und gleichzeitig die Tür für Urs öffnen, um den Rohstoff-Bullenzyklus noch einmal zu durchlaufen.

Wird es ein Zyklus von 2022 bis 2032 sein? Wir denken ja, und das wird gut für unsere Investoren (und uns) sein, mit dem einzigen Vorbehalt, dass wir dann deutlich älter sein werden.

**Marcos Hernández
J. Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team
Juli 2021**

Rechtliche Hinweise - Luxemburg

Die Wertentwicklung bis zum 31.05.06 entspricht LTIF mit Sitz auf den Britischen Jungferninseln. LTIF Luxemburg ist dessen identischer Nachfolger. Die frühere Wertentwicklung wurde von Ernst & Young geprüft. Die frühere Wertentwicklung ist weder eine Garantie noch ein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Daten der Wertentwicklung enthalten keine Provisionen und Gebühren, die zum Zeitpunkt der Zeichnung oder Rücknahme von Anteilen berechnet wurden. Diese Informationen wurden Ihnen auf Anfrage bereitgestellt und dienen lediglich zu Informationszwecken. Sie dürfen nicht reproduziert oder an andere Personen weitergeleitet werden. Sie sind nicht als Angebot oder Werbung für den Kauf oder Verkauf von Anteilen der SICAV gedacht. Die zentrale Verwaltungsstelle und die Anlageverwaltungsgesellschaft übernehmen keine Haftung für falsche Angaben oder unvollständige Informationen. Bitte beachten Sie, dass Anlagefonds mit Risiken verbunden sind wie etwa einem möglichen Verlust von investiertem Kapital. Eine genaue Beschreibung der Risiken in Verbindung mit den einzelnen Anteilen des Anlagefonds finden Sie in der aktuellen Version des Verkaufsprospekts, des vereinfachten Verkaufsprospekts und den Jahres- und Halbjahresberichten. Sie sind die einzige verlässliche Grundlage für Anlageentscheidungen. Diese Dokumente sind erhältlich unter www.s-i-a.ch oder bei der zentralen Verwaltungsstelle FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburg. LTIF Classic und Natural Resources (vorher Global Energy Value) wurden gemäss Art. 19 al. 1 des Kollektivanlagengesetzes von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) für den Vertrieb in und aus der Schweiz zugelassen. Die Zahlstelle ist Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz. Der gesetzliche Vertreter in der Schweiz ist FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz; der Finanzmarktaufsicht in Österreich gemeldet gemäss §36 des Investmentfondsgesetzes; in Frankreich autorisiert von der Finanzmarktaufsichtsbehörde AMF gemäss Art. 411-58 der allgemeinen Vorschriften der AMF; in Deutschland autorisiert von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäss §132 des Kapitalanlagegesetzes; in Italien autorisiert von der italienischen Zentralbank und der Börsenaufsichtsbehörde CONSOB gemäss Artikel 42 des Gesetzesdekrets 58 vom 24. Februar 1998; in Spanien registriert im Register der Aufsichtsbehörde für den Wertpapiermarkt (CNMV) für in Spanien vertriebene ausländische kollektive Kapitalanlagen gemäss Art. 15 des Gesetzes über kollektive Anlageinstrumente; im Vereinigten Königreich von der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde FSA zugelassen als anerkannter Plan im Sinne von Abschnitt 264 des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte aus dem Jahr 2000.

LTIF – Classic EUR

ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2'432'569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3'101'820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3'101'817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Classic GBP

ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18'032'305
Bloomberg: LTIFCLS LX

LTIF – Classic EUR-D

ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33'180'015
Bloomberg: LTIFCLD LX

LTIF – Natural Resources EUR

ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2'432'575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3'101'839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3'101'836
Bloomberg: LTIFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10'638'983
Bloomberg: LTIFGEG LX

Zentrale Verwaltungsstelle:

FundPartner Solutions (Europe) SA
15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg

Anlageverwaltungsgesellschaft:

SIA Funds AG
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Schweiz

Depotstelle:

Pictet & Cie (Europe) SA
15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg

Eingetragener Firmensitz:

15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg