

Newsletter

de junio de 2021

- *Visión general de nuestros fondos* 2
- *A pesar de la variante delta, las perspectivas económicas siguen siendo positivas* 2
- *El fondo Classic durante Q2 2021* 5
- *Investment case del trimestre: Grieg Seafood. IRR 17%. IV 150 NOK* 8
- *El fondo LTIF Natural Resources afronta un ciclo alcista de largo plazo* 9
- *La narrativa del petróleo es TAN negativa que nos recuerda al tabaco.* 12
- *Cobre: la transición energética va a llevar a la demanda a niveles nunca vistos* 13
- *Estamos subiendo el peso en el sector de infraestructuras... vía cemento* 13
- *¿Porqué no estamos invertidos en piscifactorías/salmoneras “onshore”?* 14
- *Buenas noticias en una de nuestras empresas: Panoramic Resources* 14
- *El LTIF Natural Resources se acerca a 50 millones de AuM* 15
- *Anexo* 16

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

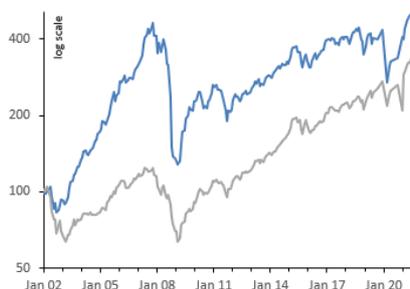
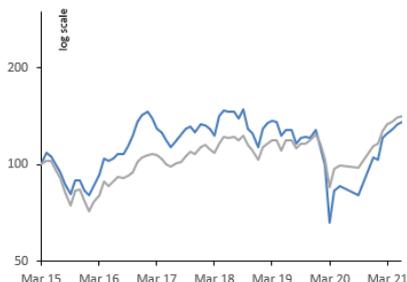


Gráfico 2: LTIF Natural Resources EUR
vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“If you expect to be a net saver during the next 5 years, should you hope for a higher or lower stock market during this period?”

Warren Buffett

Visión general de nuestros fondos

Tabla 1: Valor liquidativo – Activos netos gestionados en fondos

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

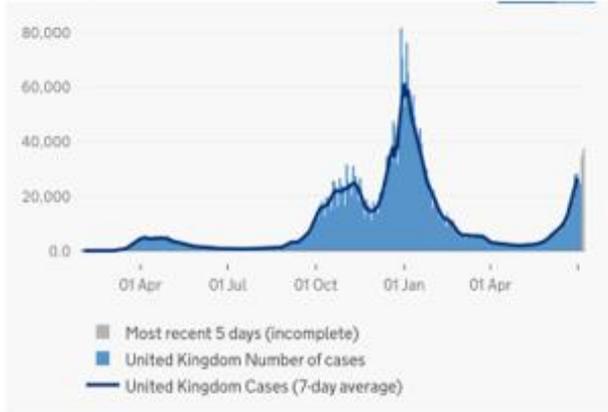
A pesar de la variante delta, las perspectivas económicas siguen siendo positivas

Los mercados están comprensiblemente preocupados por la actual propagación de la variante Delta del virus Covid19. Es más contagiosa que las variantes anteriores, y por eso se propaga tan rápidamente. La variante de más rápida propagación será siempre, por definición, la más contagiosa, aunque ésta no parece ser más peligrosa que las anteriores.

Las vacunas ofrecen una fuerte protección contra esta variante. Incluso las personas vacunadas que se infectan (las vacunas nunca protegen al 100%), no desarrollan síntomas graves, y mucho menos afecciones mortales. **El número de personas vacunadas que enferman gravemente, o incluso mueren, es similar al de los casos típicos de gripe.**

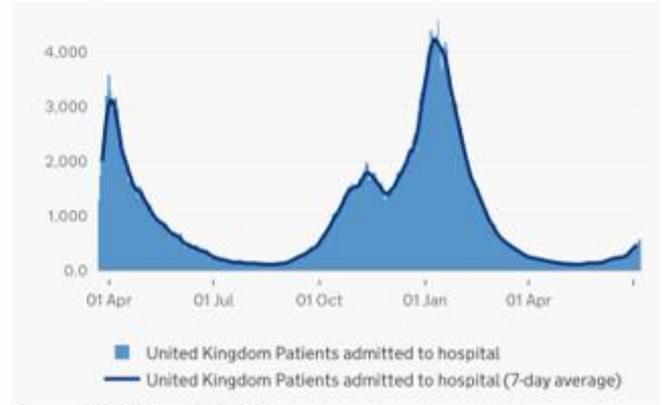
Los datos respaldan esta conclusión. Si nos fijamos en el Reino Unido, líder occidental en cuanto a infecciones por el Delta, y en Israel, que casi había eliminado el virus, queda claro que, aunque el **número de infectados ha aumentado, el número de ingresos hospitalarios y el número de muertes sólo han aumentado ligeramente.**

UK daily number of new Covid cases



Source: UK Ministry of Health

UK daily number of Covid-related hospital admissions



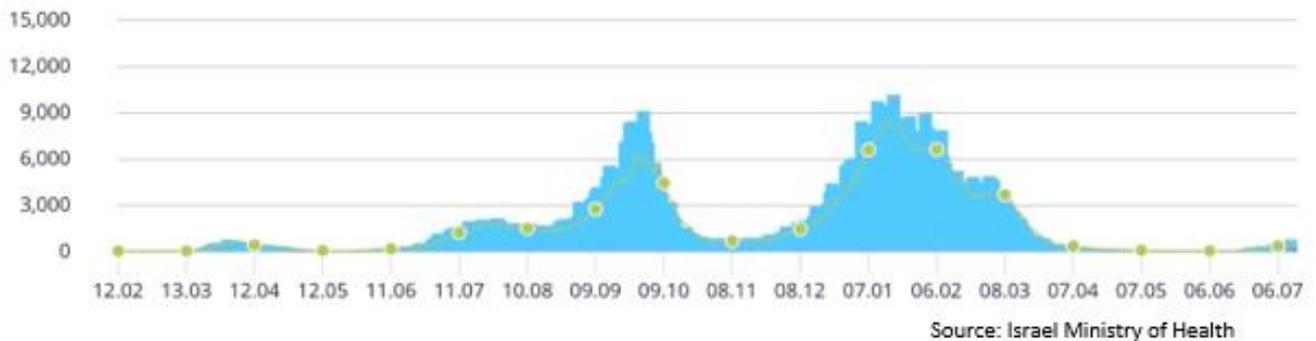
Source: UK Ministry of Health

UK daily number of Covid deaths



Source: UK Ministry of Health

Israel daily new Covid cases

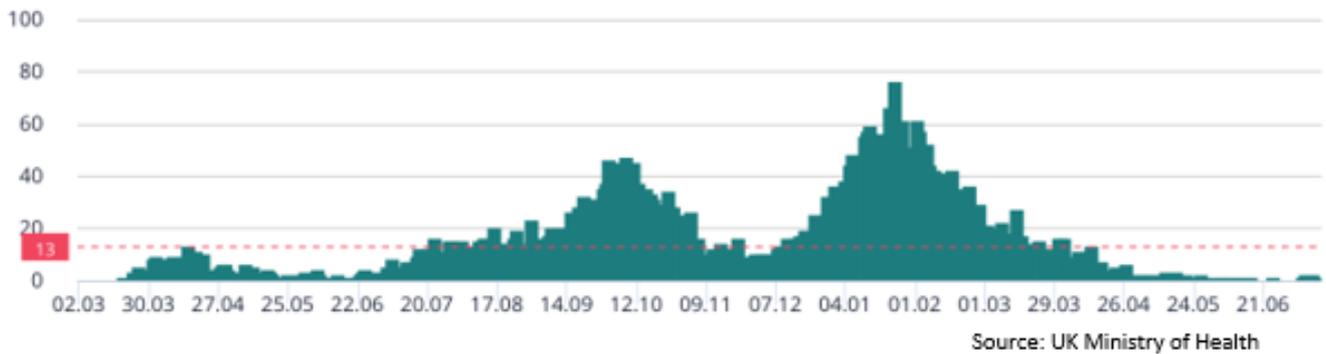


Source: Israel Ministry of Health

Israel daily Covid-related serious cases

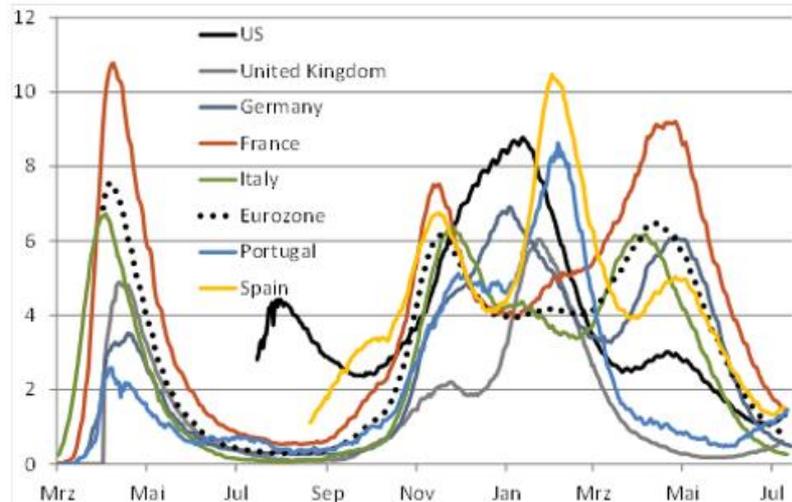


Israel daily Covid-related deaths



Estas cifras de hospitalizaciones y mortalidad más bajas se deben a las vacunas. Y, por supuesto, la mayoría de las personas que se infectan actualmente son jóvenes, ya que la mayoría de las personas mayores ya han sido vacunadas. De hecho, esta enfermedad siempre ha afectado a los jóvenes de forma relativamente leve. Las personas mayores, vacunadas, que se infectan con la nueva variante, suelen experimentar síntomas muy leves.

Tasas diarias de hospitalización relacionadas con Covid en Europa



Covid-19 patients, hospital occupancy per 100,000 people. We use the population-weighted average of available country data on the Eurozone. Source: ECDC, UK government, COVID-19 Tracking Project, Berenberg

Con un número aún mayor de personas vacunadas y de personas no vacunadas que se infectan y desarrollan anticuerpos, esta última ola debería llegar pronto a su cresta. Actualmente se están desarrollando y aplicando nuevas vacunas de "refresco", como las que se utilizan anualmente contra la gripe. Por lo tanto, **es poco probable que esta enfermedad siga siendo noticia dentro de un año**, aunque es importante destacar la necesidad de aumentar drásticamente las tasas de vacunación en países en fase de desarrollo (Latinoamérica, África y partes de Asia): los países desarrollados deben darse cuenta de que Covid19 es un problema global, no local, y debe abordarse desde esa perspectiva.

A pesar de todo lo anterior, las economías siguen mejorando. Aunque los últimos acontecimientos de Covid suponen un duro golpe para el turismo en Europa, afectando negativamente a los países e industrias que dependen de él, la mayoría de los demás sectores están mejorando gradualmente. Las estadísticas de producción industrial así lo reflejan, al igual que el aumento de los precios. El periodo de casi 15 años en el que se ha conseguido domar la inflación ha llegado a su fin.

Todo esto predice un escenario bastante benigno para muchas empresas en los próximos trimestres. Con la retirada de las poderosas olas de la pandemia y la euforia de la recuperación que se desvanece con el tiempo, **la selección de valores volverá a ser muy importante.** Algunas empresas lo harán mejor que otras, y algunas acciones estarán más baratas que otras. Estos son los factores determinantes del éxito de las inversiones a largo plazo.

A mediados de Julio 2021 el LTIF Classic está en EUR 500 (+20% ytd.)

En los últimos meses, tras la fuerte revalorización del mercado bursátil y las altas valoraciones de algunos sectores y valores **hemos plegado algo las velas**, construyendo un poco más de caja, reduciendo algo las categorías 3-4, bajando la exposición a minas y reforzando marginalmente el componente calidad de la cartera.

Como explica el oráculo Warren Buffett, si vas a invertir tus ahorros en los próximos meses o años, es mucho mejor que la Bolsa baje para poder comprar más barato. Estamos a la espera de ese pequeño

recorte (o grande, nunca se sabe) para batear duro. Si por el contrario la Bolsa sigue subiendo, no hay problema, subiremos con ella.

El Classic ha subido un 20% en lo que llevamos de año, y se sitúa en el entorno de los EUR 500 por acción. Los principales Índices americano (S&P500) y europeo (STOXX Europe 600) han subido en lo que va de año un 14-15%, con lo que seguimos recuperando terreno frente a los principales índices, incluyendo los mercados emergentes que en 2021 no están haciéndolo demasiado bien con una revalorización media del 5%.

Por sectores, energía (+50%), consumo discrecional (+30%) y financieras (+30%) han sido las estrellas del Classic en lo que va de año, destacando que tenemos todos los sectores en positivo. Hay que recordar que estos comentarios sectoriales no tienen una lectura amplia dado que tenemos únicamente 3-4 empresas por sector con lo cual la selección del valor y no del sector es lo que realmente cuenta.

Los siguientes valores van liderando la performance de 2021, todos ellos por encima del 20%: Raytheon, Mocorp, Devro, las salmoneras (Leroy Seafood y Mowi), CompassGroup, ISS, Pandora, ASML, las empresas petroleras (Cenovus, Hess, EOG y Suncor).

Por el lado negativo, sólo dos de nuestras empresas están en rojo en 2021, MTU Aeroengines y Grifols, dos empresas de extrema calidad que nos preocupan muy poco. En Grifols no hemos parado de aumentar la posición a la baja y en MTU aumentaremos a niveles algo más bajos de los actuales.

TIR actual del Classic del 13%, Valor Intrínseco actualizado: EUR 680 por participación

Nuestros modelos actualizados de descuento de flujos de caja sitúan el valor intrínseco (IV) del **Classic en EUR 680 por acción, con un potencial alcista del 35-40% a medio plazo y una TIR a la inversión del 13%**.

Es curioso, pero si partimos de la fecha de lanzamiento del Classic (principios de 2002) y calculamos un 10% de revalorización anual en 20 años (nuestro objetivo de revalorización después de comisiones), obtenemos un NAV de EUR 673 por acción, que es nuestro valor intrínseco a 2-3 años vista. Es cierto que vamos ligeramente retrasados, pero haremos todo lo posible por acercarnos a ese objetivo en 2022.

Esta es la magia del interés compuesto: hacer un 10% al año es doblar la inversión más o menos cada 7 años con lo que en 21 años se multiplica por 8x (2x2x2). Es bastante evidente que la solución al problema de las pensiones en muchos países tiene que pasar por mayor exposición a Bolsa, con retornos a largo plazo muy superiores a la mayoría de los activos (renta fija, inmobiliario, oro etc...) y protección frente a la inflación.

El Classic, concentrado y diversificado a la vez. Vemos muy claro el recorrido alcista del petróleo

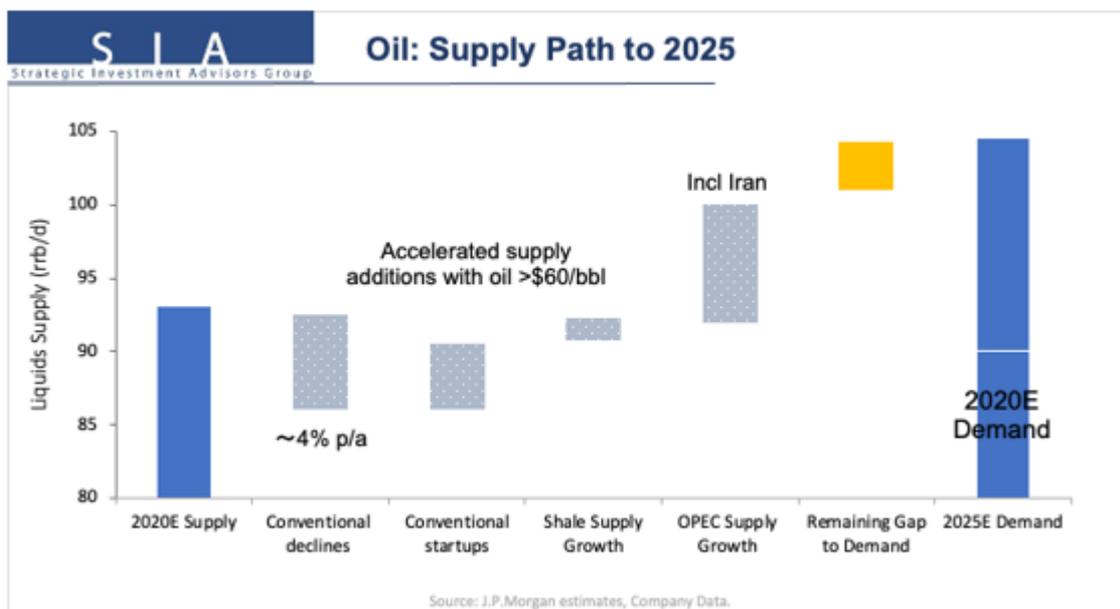
El Classic tiene actualmente un solo factor de relativa concentración y es el sector petrolero donde tenemos un 17% del fondo. Es cierto que ha subido mucho en 2021 (>50%) siguiendo los precios del petróleo, pero también es cierto que las empresas cotizadas siguen estando muy baratas descontando precios del petróleo de 50\$ por barril cuando el Brent está por encima de 70\$.

Seguimos viendo claro que la demanda de petróleo va a volver a la normalidad en 2022 (>100 millones de barriles diarios), y que tanto inventarios como excedente OPEC+ se habrán absorbido el año que

viene. ¿Qué quiere decir esto? Que vamos a asistir al *cocktail* explosivo que combina 5 factores principales...

- 1) Agotamiento de los pozos o “decline” del 3-4% anual. Necesitamos una nueva Arabia Saudí o una nueva “revolución” shale cada 3 años
- 2) Falta de inversiones desde 2014 (ver gráfico en pág.6)
- 3) Empresas petrolíferas invirtiendo en negocios “limpios” para bajar emisiones, lo que implica menos inversión en exploración y producción de petróleo
- 4) Menores inversiones por la disciplina financiera adoptada por el sector petrolífero por exigencia de los inversores tras una década de retornos paupérrimos
- 5) Madurez del shale americano, donde según nuestros números solo Permian puede crecer de forma relevante

Y que entendemos va a terminar con precios del petróleo como mínimo en régimen de incentivo de nuevas inversiones (70-80\$) y muy posiblemente mucho más altos debido a la inelasticidad de la demanda.



El resto del fondo (ver tabla de las 10 principales posiciones) está extremadamente diversificado, aunque si aglutinamos sectores tenemos un 10% en aeroespacial, un 9% en salmoneras, un 10% en catering y servicios de limpieza, como “subsectores más representativos”.

Una de las formas de entender el grado de diversificación del Classic es mirar las 10 posiciones principales que normalmente suman la mitad del fondo. Tenemos posiciones importantes en bancos (ING), servicios de limpieza (ISS), catering (Sodexo), plasma sanguíneo (Grifols), cemento (Heidelberg Cement), aeroespacial (Thales) petróleo (Cenovus y Suncor), consumo (Henkel) y envoltorios de salchichas (Devro). Esto no es una casualidad: por un lado, queremos estar diversificados para que nuestras inversiones no dependan de un número demasiado reducido de factores (control de riesgo), pero también queremos estar concentrados de forma a tener opciones de batir a los índices y la gestión pasiva en general.

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

Mirando con cierta perspectiva estas 10 empresas nos atrevemos a decir que TODAS tienen una alta CALIDAD y VALUE a la vez, evidenciando nuestra decisión estratégica de no invertir nunca en malos negocios, ni aunque los regalen.

Investment case del trimestre: Grieg Seafood. IRR 17%. IV 150 NOK

Tenemos una posición importante en una empresa de cría de salmones, Grieg Seafood, en la que por una vez hemos hecho una excepción en términos de balance de situación. Grieg Seafood tiene demasiada deuda financiera (4.500 millones de coronas noruegas, unos 450 millones de euros) debido a un mal ejercicio 2020 por la crisis Covid19, las fuertes inversiones tanto en capital fijo como circulante, y las recientes adquisiciones (incluyendo granjas de salmón en Canadá).

Grieg Seafood también incumple otras de nuestras premisas básicas de evitar negocios en reestructuración porque **está en pleno proceso de reducción de costes y mejora de eficiencia y productividad con el objetivo de situar la empresa en un nivel de retornos recurrentes más cercano a las empresas líderes**. Históricamente la calidad de Grieg Seafood ha estado por debajo de la media del sector, pero la familia Grieg (principal accionista) y el equipo de gestión se ha propuesto llevar la empresa al siguiente nivel.

Tenemos un conocimiento de largo plazo en el sector (llevamos más de una década con inversiones en salmoneras) y nuestra posición en esta empresa se fundamenta en dos factores principales.

1. Según nuestras estimaciones **la oferta de salmón en los próximos años no va a poder satisfacer a la demanda**, con lo que esperamos precios del salmón altos (> 6-7 euros por kilo en origen).
2. **Grieg Seafood acaba de comunicar la venta de sus activos en Escocia (islas Shetland) por 2,000 millones de coronas**, lo que soluciona el problema de apalancamiento financiero. Entendemos además que el proceso de reestructuración va por el buen camino, siguiendo principalmente una estrategia de *post-smolt* (criar los peces hasta 500 gramos en piscifactorías y luego llevarlos a la granja de mar de forma a reducir riesgo biológico y mortalidad, el principal problema de este negocio).

En este contexto la acción cotiza con un PER de entorno a 10-12x frente a la media del sector de 18-20x y un *free cash flow yield* superior al 10%, por citar dos ratios de valoración, unos niveles muy atractivos para invertir.

Ya no es sólo un tema de números y valoración, es un tema de posicionamiento estratégico y es que estamos hablando de un sector y una empresa con enormes barreras de entrada y una rentabilidad sobre capital empleado superior al 20% cuando los precios no están coyunturalmente deprimidos. **Es un negocio fenomenal dónde el riesgo de nueva competencia a 5-10 años vista es realmente bajo.**

Tenemos en total un 8% del fondo Classic en salmoneras con posiciones en Leroy Seafood y Mowi, que según nuestros números tienen unas TIRs de 10-12% con un riesgo muy bajo **y Grieg Seafood que tiene una TIR a la inversión del 17% y un valor intrínseco de 150 NOK por acción según nuestro modelo, frente al precio actual de 90 NOK.**

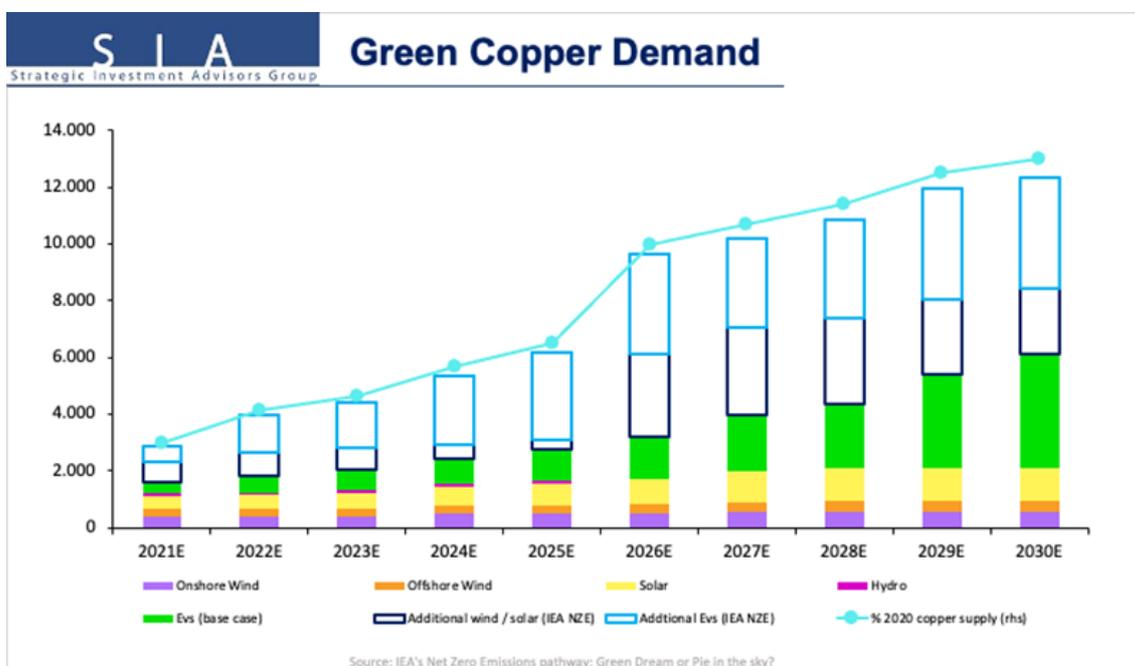
El fondo de recursos naturales (LTIF Natural Resources) afronta un ciclo alcista de largo plazo

El fondo de recursos naturales también ha subido con fuerza en 2021, con una revalorización superior al 20% y un NAV de EUR 105-110 por acción. Como hemos comentado en recientes *newsletters* **este fondo presenta unas perspectivas excepcionales a 5-10 años vista porque creemos que el nuevo ciclo de materias primas (superciclo) ha empezado tras la crisis del Covid19 y estos ciclos son de largo plazo.**

Tras pasar por el ciclo bajista iniciado en 2013 ¡8 años hasta 2021! el LTIF Natural Resources vuelve a generar un fuerte interés. En todas nuestras reuniones y presentaciones con inversores surge el tema de recursos naturales debido a la importancia del cambio climático, la consiguiente electrificación de la economía y el enorme impacto que esta transición va a tener en los distintos recursos naturales.

En SIA Funds intentamos entender los profundos cambios que se avecinan y por el momento hemos encontrado 4 impactos de medio y largo plazo que intentamos plasmar en el fondo:

- 1) **Las minas actuales de cobre no son suficientes para satisfacer la demanda creciente** producida por la electrificación de la economía global

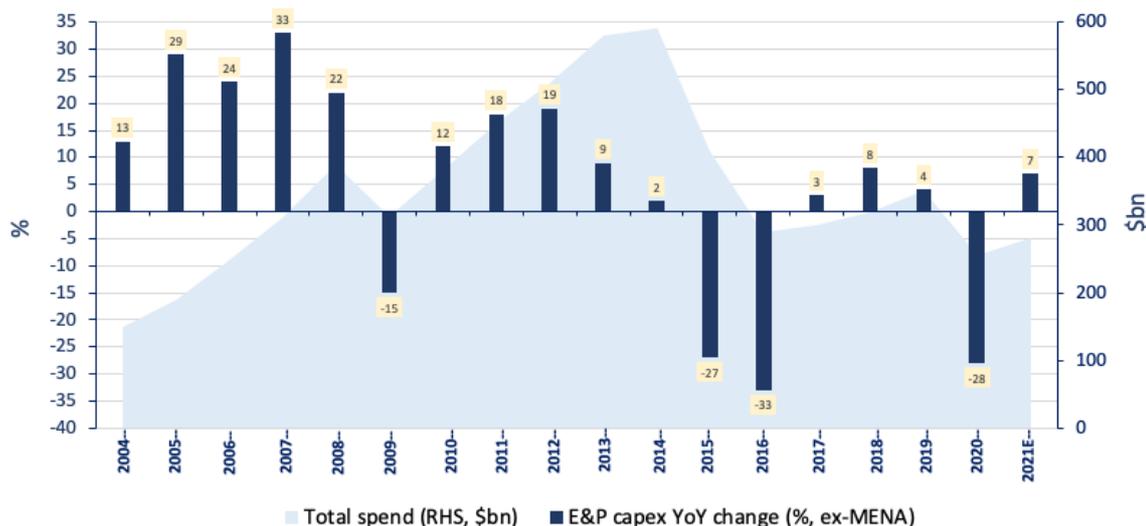


2) **La demanda de níquel va a crecer mucho debido a su uso en las baterías** y la oferta va a tener muchas dificultades para satisfacer a la demanda

3) Cada vez es más claro que la **energía nuclear es una solución de apoyo a la transición energética** dado que no produce Co2 ni otros gases de efecto invernadero.

4) Y la cuarta, donde somos muy *"contrarian"* o diferentes, y es la principal posición del fondo. **Pensamos que los precios del petróleo van a subir mucho para incentivar nuevas inversiones en los próximos años.** También pensamos que el precio del petróleo puede mantenerse alto incluso si la demanda cayese (algo que no veremos hasta por lo menos 2030).

Total Upstream E&P Capex



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

Estas 4 temáticas copan actualmente 3/4 del fondo de Natural Resources con un peso más importante en petróleo (> 40% y que ha subido c. de un 50% en 2021), seguido del cobre con un 20%, y 10-15% en níquel y minas de uranio.

El LTIF Natural Resources tiene una TIR del 14% y un IV de 160 EUR, pero eso es mid-cycle

El mundo de los recursos naturales es un muy complejo, dado que entran a colación factores macroeconómicos (impacto de China, sobre todo), sectoriales (oferta y demanda de cada materia prima), microeconómicos (reservas, costes, ley etc...) que complican mucho la valoración de las empresas.

A lo largo de los años hemos desarrollado un modelo de valoración basado en la convergencia (o ciclo medio), es decir que valoramos las empresas con precios de las *commodities* en régimen de incentivo (digamos el punto de equilibrio entre oferta y demanda que incentiva nuevas inversiones) a la vez que convergemos márgenes y retornos sobre capital en base a estos precios y la media histórica de las empresas.

Este método es, para nosotros, el único que permite calcular un IV estructural para las empresas, pero no es ni de lejos un método perfecto.

El gran problema radica en el lado de la oferta, que es de ciclo muy largo (construir una nueva mina puede llevar una década, lo mismo que un pozo de petróleo en mar abierto) y esto produce desequilibrios entre oferta y demanda que perduran años. En la mayoría de los sectores económicos la oferta reacciona relativamente rápido a precios altos, pero no es el caso en las materias primas por el tiempo necesario para traer nueva producción.

Además, la demanda de la mayoría de los recursos naturales es muy inelástica con lo que los precios, cuando escasea la producción, suben a niveles muy superiores a los de incentivo y pueden estar ahí varios años-

¿Entonces como aproximar las valoraciones? **Los precios de las commodities suelen subir muy por encima del precio de incentivo por varios años** (o inversamente caer por debajo del *cash cost* marginal también por bastante tiempo) **cuando hay escasez de oferta**. El mercado bursátil no es ajeno a estos vaivenes y valora las empresas muy por encima de ciclo medio en ciclos alcistas y muy por debajo en ciclos bajistas. Poniéndolo más fácil, normalmente cuando los beneficios de una minera son muy superiores a los beneficios normalizados o convergentes el mercado debería ponerle un PER bajo, pero en la realidad esto no es así.

Aplicando esta volatilidad al Fondo Natural Resources, **entendemos que no nos pararemos en el IV del fondo, sino que la valoración del fondo en la parte alcista del ciclo será muy superior al IV**. Aplicando la volatilidad a la baja de la crisis del Covid19 (que en Q120 asumía una recesión mundial) en el sentido inverso, el LTIF Natural Resources debería multiplicar por 2-2.5x en los próximos años una vez se haga evidente el desabastecimiento de cobre, níquel, uranio y petróleo, entre otros.

La narrativa sobre el petróleo es tan negativa... nos recuerda a la narrativa sobre el sector del tabaco. Echad un vistazo a la rentabilidad del sector tabaco en 20 años (¡10% anual desde 2001!)

En general, existe una narrativa estructural muy negativa sobre petróleo y combustibles fósiles, que incluye temas como "peak demand", emisiones de carbono y otros gases contaminantes, presión política, regulación, etc., que ha generado una fuerte "prima de riesgo" en el sector.

Por ello, las valoraciones, están enormemente deprimidas y sólo reflejan precio Brent de 50 dólares a largo plazo, lo que contraste enormemente con el precio actual > 70\$ y la opinión de muchos expertos como **el CEO de Rosneft** (el segundo productor mundial después de Aramco) **que advertía recientemente de una grave escasez de petróleo en el futuro, dada la década de infrutilización**.

Algunas grandes petroleras, sobre todo las europeas, se van deshaciendo de parte de sus activos petrolíferos y Shell, por ejemplo, ha vendido sus activos petrolíferos en Egipto a una valoración estimada de entre 1 y 2 x EV/EBITDA (a 75 dólares Brent actuales). Estos flujos se reinvertirán posiblemente en proyectos renovables con TIRes muy bajas (<5%) y un riesgo de regulación subestimado: una gran transferencia de valor de los accionistas de Shell a terceros.

El mayor productor del Mar del Norte, Harbour Energy, que cotiza con una valoración estimada de 2x EV/EBITDA a 75 \$ Brent, excluyendo el valor de los activos no operativos (Zama, Sea Lion, etc.) y los créditos fiscales por pérdidas pasadas, es otro ejemplo. La empresa produce más petróleo en el Mar del Norte que BP, Exxon, Shell, Chevron, etc., pero a nadie le importa; la acción cotiza como un "dog", y estamos comprando más, con mucha paciencia.

Por estas y otras razones, el fondo sigue evitando la mayoría de las grandes petroleras o "majors" y prefiere invertir en empresas con exposición directa al petróleo como Suncor, EOG, Hess, Conoco, Harbour, Cenovus, Lundin Energy, CNQ, Surgut, Gazprom, Pioneer, Petrobras, etc., que, en nuestra opinión, se beneficiarán mucho de la subida de los precios del petróleo. Por cierto, la mayoría de estas empresas tienen estándares ESG de primera clase y lideran el esfuerzo de descarbonización en el sector.

Un rápido comentario sobre HESS: La costa de Guyana está mostrando un potencial cada vez mayor, y algunos expertos del sector están empezando a hablar de que se está desarrollando una nueva provincia petrolera, comparable a Venezuela. Esto podría ser bastante lejano en el futuro, pero las empresas implicadas son Exxon, CNOOC y Hess. Esta última, en la que estamos invertidos, es la empresa con mayor

apalancamiento, dado el tamaño potencial de los yacimientos de Guyana en comparación con el tamaño de la empresa.

Cobre: la transición energética va a llevar a la demanda a niveles nunca vistos en un momento de falta de nuevos proyectos

El ex director general de Glencore, Ivan Glasenberg, mencionó recientemente que la producción de cobre debe duplicarse hasta 2050 para satisfacer la demanda futura. Desgraciadamente, es difícil ver de dónde podría venir la nueva producción, tras una década de inversiones muy bajas en nuevos proyectos.

Además de la actual falta de proyectos, cuando los precios de las materias primas suben, **los gobiernos buscan aprovechar la coyuntura y obtener ingresos adicionales aumentando los impuestos, algo que actualmente estudian Chile y Perú (con el 50% de la oferta mundial de cobre).** Esto no favorece nuevas inversiones, por el contrario, eleva los requisitos para nuevos proyectos, y no nos cabe ninguna duda de que otros países también subirán impuestos. Pan para hoy y hambre para mañana.

Recientemente, The Economist mencionó la posibilidad de explotar volcanes en los que hay reservas relevantes de cobre, aunque la escala, las condiciones de explotación, la geología, etc. lo hacen muy difícil. Tampoco vemos la minería oceánica, que sí podría realizarse a gran escala, como alternativa, por cuestiones medioambientales.

Estamos subiendo el peso en el sector de infraestructuras... vía cemento

Draghi anunció un paquete de reactivación de 220.000 millones de euros para Italia que abarca muchas áreas, como las infraestructuras, el ferrocarril de alta velocidad y la energía. **Estas inversiones en infraestructuras, que se están produciendo en muchos países** (los Fondos de Recuperación Europeos, la Ley de Infraestructuras de EE. UU., China, etc.) **requerirán mucha materia prima, incluido el cemento.**

Creemos que el sector cementero no atrae a los inversores bursátiles debido a que es un fuerte emisor de Co2. Los productores de cemento presentan similitudes con las empresas siderúrgicas integradas que poseen minas de mineral de hierro/carbón: en primer lugar, la piedra caliza y la arcilla tienen que ser extraídas y molidas; para producir clinker, éstas tienen que ser quemadas posteriormente a 1.450 grados Celsius, lo que supone un gran consumo de energía y fuertes emisiones de CO2. Producir una tonelada de clinker requiere el equivalente energético de 135 kg de carbón o 86 kg de petróleo; además, al igual que ocurre con otras materias primas a granel, los costes de transporte son importantes.

Sin embargo, las empresas cementeras están en cierto modo protegidas de la competencia, ya que constituyen una especie de oligopolio local. Empresas como Heidelberg Cement cotizan por debajo de 6x EV/EBITDA y se beneficiarán del aumento de la demanda y de la estructura de oligopolio local, que debería permitirles repercutir los aumentos de costes (costes de *descarbonización*). Heidelberg es uno de los líderes en ESG y *descarbonización*, y pensamos que será capaz de pasar al cliente final la mayor parte de los costes extra generados.

El fondo ha comenzado a añadir una posición en Buzzi Unicem, empresa *familiar* con una buena posición en el mercado mundial: Buzzi está bien gestionada y no tiene deuda. Además de su posición en Europa, también tiene activos en EE.UU. y en otros mercados internacionales. Buzzi también debería beneficiarse de la recuperación de las inversiones en la industria petrolera y minera: la empresa tiene, entre otros lugares, una fuerte presencia en Texas, Minas Gerais en Brasil y los Urales en Rusia. El catálogo de

Suchoi Log incluye, por ejemplo, cementos especiales utilizados en la industria de extracción de petróleo.

¿Porqué no estamos invertidos en piscifactorías/salmoneras “onshore”?

Empezamos a estudiar la cría de salmón en piscifactorías onshore hace muchos años y le dedicamos mucho tiempo y esfuerzo (modelos/números/DCFs...) porque nos atraía el crecimiento de la demanda de salmón y la escasez de oferta. Recuerdo perfectamente haber analizado todo tipo de proyectos, cifras de capex, opex, capital circulante, precios, etc.

También hablamos con algunas empresas para cotejar nuestro trabajo, y en este caso **una única reunión desbarató todo el proceso y nos llevó a olvidar las hojas de Excel para centrarnos en el riesgo: el ex director general de Marine Harvest (ahora Mowi) nos comentó que la cría de salmón onshore era un negocio de mucho riesgo, mucho más de lo que generalmente se aprecia, porque la biología no es matemática, y sus ensayos habían fracasado muchas veces.** En ese momento nos dimos cuenta de que los números eran sólo eso, números y decidimos no invertir y observar el desarrollo de la cría de salmón en piscifactoría onshore desde la barrera.

Como en muchos otros ámbitos, la industria de los recursos naturales, y la cría de salmón, han experimentado un fuerte apoyo del capital privado, con lo que muchos proyectos de piscicultura onshore han accedido a financiación. Ya no nos sorprende que muchos inversores no estén interesados en comprar acciones de los líderes de la industria noruega, razonablemente valorados, generadores de flujos de caja y líderes en costes, y que prefieran las empresas emergentes de cría de salmón onshore, mucho más arriesgadas de lo que parece.

Bueno, eso es cierto sólo a medias... basta con ver la **reciente OPA lanzada sobre la noruega Norway Royal Salmon (aunque a precios ridículamente bajos).**

Atlantic Sapphire, la mayor empresa de acuicultura onshore, es la *empresa emergente* más importante. Como hemos mencionado, los líderes del sector siempre nos han dicho que, dados los altos capex/opex y los problemas biológicos asociados a la piscicultura fuera del mar, éste es un negocio difícil y arriesgado. El suelo, el agua, las licencias, las instalaciones, el capital circulante, los filtros, los sistemas de refrigeración y las corrientes artificiales etc... son caros en comparación con el hábitat natural del salmón (el mar), y las cifras sólo pueden cuadrar cuando los precios del salmón están a niveles altos.

Seguimos estas empresas desde la distancia, principalmente para evaluar su producción potencial a largo plazo. Hasta la fecha, no parecen ser una amenaza para el sector y, francamente, nadie menciona el impacto del clima y de los ESG en la agricultura en tierra. **¿Es realmente un sector bio? Creemos que las salmoneras tradicionales offshore, con sus normas cada vez más estrictas, son realmente la parte bio de la industria.**

Buenas noticias en una de nuestras empresas: Panoramic Resources

En julio, Panoramic inició la extracción subterránea de níquel en Savannah antes de lo previsto. El concentrado de níquel, cobre y cobalto se enviará a Port Wyndham, en la región de Kimberley (Australia Occidental). El antiguo acuerdo de compra (Jinchuan) expiró, pero se firmó uno nuevo con Trafigura.

Dada la escasez de concentrado, este acuerdo de compraventa es sustancialmente mejor para las empresas mineras, que reciben una parte mayor de los ingresos que los *smelters*. Estos acuerdos no siempre son transparentes, y es difícil seguirlos de cerca, pero el efecto es a menudo comparable a un aumento del precio de las materias primas del 20-30%.

El LTIF Natural Resources se acerca a 50 millones de AuM

Allá por 2016 en SIA Funds no teníamos claro el futuro del LTIF Natural Resources dado el largo ciclo bajista en el que aún no se veía el final y la consiguiente huida de inversores que llevaron los activos bajo gestión por debajo de los 5 millones de euros. Ese año apareció por SIA Funds un reconocido gestor de fondos de commodities que nos empujó a mantener el fondo convencido de que se avecinaba un nuevo ciclo alcista, similar al vigente desde 2002 a 2013.

Ese gestor, Urs Marti (actualmente socio de SIA y miembro del comité de inversión), no solamente ha aportado la energía necesaria para mantener el LTIF Natural Resources, sino que ha ayudado enormemente a alcanzar 45 millones de euros de activos bajo gestión.

Si nuestro escenario se confirma, esto es sólo el principio y este fondo más que duplicará activos sólo por valoración, a la vez que se abre la puerta a que Urs vuelva a navegar el ciclo alcista de las commodities una vez más. ¿Será un ciclo 2022-2032?

Creemos que sí, y eso será bueno para todos con un solo inconveniente, que seremos considerablemente más mayores.

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

Aviso legal - Luxemburgo

Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Las rentabilidades pasadas no son ni una garantía ni un indicador fiable de los resultados futuros. Los datos de rentabilidad no incluyen las comisiones y gastos aplicados por la suscripción o reembolso de participaciones. Esta información le ha sido facilitada previa petición, exclusivamente con fines informativos y queda prohibida su reproducción o redistribución a otras personas. No pretende ser una oferta o solicitud en relación con la compra o venta de participaciones de la Sicav. Ni el Agente de administración central ni la Gestora de inversiones asumen responsabilidad alguna en caso de que la información esté incompleta o se haya revelado erróneamente. Téngase en cuenta que los fondos de inversión entrañan riesgos inherentes a esta actividad, incluida la posibilidad de perder el importe principal invertido. Para obtener una descripción pormenorizada de los riesgos relativos a cada participación del fondo de inversión, remítase a la versión más actualizada del folleto, el folleto simplificado y los informes anuales y semestrales, esto es, la documentación en la que deberá basarse exclusivamente a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos documentos están disponibles en la web www.s-i-a.ch o a través del Agente de administración central FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburgo. LTIF, Classic y Natural Resources (anteriormente Global Energy Value) fueron autorizados para su distribución en y desde Suiza por la Autoridad supervisora de los mercados financieros suiza (FINMA) de conformidad con el artículo 19, apartado 1 de la Ley de instituciones de inversión colectiva (*Collective Investment Schemes Act*), el agente de pagos es Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza. El representante legal en Suiza es FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza; se cursó notificación a la Finanzmarktaufsicht austriaca de conformidad con el artículo 36 de la Ley de fondos de inversión; fue autorizado en Francia por la Autoridad de mercados financieros francesa (AMF) de conformidad con el artículo 411-58 del Reglamento general de la AMF; fue autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) alemana en virtud del artículo 132 de la Ley de inversiones; fue autorizado en Italia por el Banco de Italia y la CONSOB de conformidad con el artículo 42 del Decreto legislativo italiano n.º 58, de 24 de febrero de 1998; fue inscrito en el registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en virtud del artículo 15 de la Ley de Instituciones Colectivas; fue reconocido en el Reino Unido por la Autoridad de servicios financieros (FSA) como institución oficial en el sentido de lo dispuesto en el artículo 264 de la Ley británica de mercados y servicios financieros (*Financial Services and Markets Act*) de 2000.

LTIF – Classic EUR

Código ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2.432.569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3.101.820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Classic GBP

Código ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18.032.305
Bloomberg: LTIFCLS LX

LTIF – Classic EUR-D

Código ISIN: **LU1449969846**
Telekurs: **33.180.015**
Bloomberg: **LTIFCLD LX**

LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2.432.575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

Código ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10.638.983
Bloomberg: LTIFGEG LX

Agente de administración central:

FundPartner Solutions (Europe) SA
15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Gestora de inversiones:

SIA Funds AG
Parkweg 25
CH-8853 Ziegelbrücke
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie (Europe) SA
15A avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Domicilio social:

15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo