

Newsletter

Februar 2023

- *I. AUF EINE KONJUNKTURABSCHWÄCHUNG VORBEREITET* 2
- *II. OUT OF THE BOX von José Carlos Jarillo* 10
- *III. DER LTIF CLASSIC* 13
- *IV. DER LTIF NATURAL RESOURCES* 16
- *V. ROHSTOFFE – GEDANKEN von Urs Marti* 20
- *Rechtliche Hinweise* 22

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

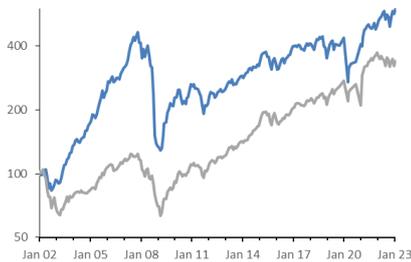
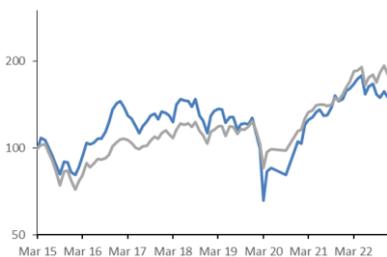


Abbildung 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



"Die durchschnittliche Haltedauer ist von 8 Jahren in den 60er Jahren auf heute 6 Monate gesunken."

Quelle: Morgan Stanley Research

Überblick über unsere Fonds

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

January 31, 2023	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	597.69	9.9%	14.2%	8.9%	95
LTIF Natural Resources [EUR]	149.91	8.8%	14.3%	2.3%	75

Quelle: SIA Group

I. AUF EINE KONJUNKTURABSCHWÄCHUNG VORBEREITET

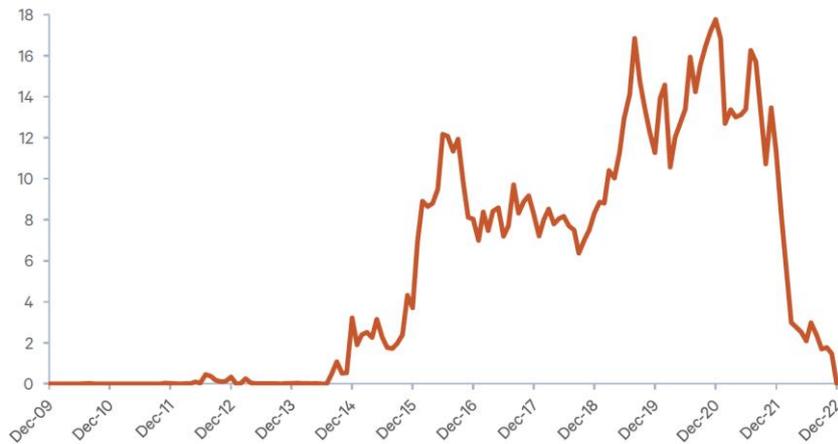
Die Kultur des Showbusiness weicht der Schwerkraft des Geldflusses

Zu Weihnachten 2022/23 schrieb Mario Vargas Llosa mehrere Artikel, die unsere Aufmerksamkeit erregten. Sie fassen seine Gedanken (die bereits in seiner umfangreichen Bibliographie veröffentlicht wurden) über die Zivilisation und die Kultur des Spektakels zusammen und stellen fest, dass viele der heutigen gesellschaftlichen Bereiche (Politik, Wirtschaft usw.) unter enormem Druck der Medien, der sozialen Netzwerke, der Unterhaltung, des Spiels, der Show... der Kultur des Spektakels stehen.

Dieser Trend gilt auch für den Aktienmarkt sowie für die meisten Anlageklassen, die zunehmend von der Unterhaltungskultur beeinflusst werden. Investieren ist zu einer Show geworden, in der rhetorisch versierte, aber oft ungeschulte und unerfahrene Kommentatoren ihre spekulativen Thesen ohne wirkliches intellektuelles Verständnis erläutern.

In den letzten zehn Jahren haben die extrem niedrigen – nahe bei Null liegenden – Zinssätze und die enorme Erhöhung der Liquidität des Systems (die Geld-, Steuer- und Infrastrukturpolitik, einschliesslich neuer Massnahmen wie QE) ein **"festliches" Umfeld für Investitionen geschaffen, das die "Show" begünstigt.** Eine Art finanzielles Fantasieland, wie es ein berühmter Vermögensverwalter ausdrückt. Die nachstehende Grafik veranschaulicht dieses Umfeld, in dem in den letzten Jahren 10 - 20 % der Anleihen im Durchschnitt eine negative Rendite aufwiesen.

Gesamtwert der negativ verzinslichen Anleihen



Source: Berenberg research, Bloomberg

In diesem Umfeld des billigen Geldes sind sogar neue Vehikel entstanden: Kryptowährungen, SPACs, TFGs, CFOs (Collateralized Fund Obligations), Meme-Stocks und eine Vielzahl von revolutionären Geschäftsplänen, die zu spektakulären Geschichten geführt haben. Die Öffentlichkeit hat ihnen Beifall gespendet, die Medien haben sie aufgegriffen, und bestimmte Anlagegurus haben sie in kurzfristige Spekulationsmöglichkeiten verwandelt, mit denen sie riesige Summen verdient haben.

Aber jetzt ist die Party zu Ende. Wir müssen alle dankbar sein, dass der Startpunkt nicht so hoch liegt wie 2008. Es ist Zeit für Ernsthaftigkeit. Das *Fantasieland 2010 - 2020* steht vor der Realität, und die Renditen haben begonnen, sich zu normalisieren. *Die langfristige Perspektive ist eine Gewichtungsmaschine*, und es ist an der Zeit, zu einem normaleren Umfeld zurückzukehren: höhere Inflation und Zinsen, weniger Liquidität, stärkere Betonung von Cashflow und Bewertungen, mehr Wert, weniger Wachstum, weniger Neues usw. Die Show ist vorbei, oder besser gesagt, wir sind in eine Normalisierungsphase eingetreten.

Bei den SIA Funds machen wir keine grosse Show; wir können sogar oft repetitiv und langweilig sein, aber die Welt dreht sich so schnell, wie sie sich dreht, und nichts, was Sie tun können, wird die Geschwindigkeit erhöhen. Unser Portfolio dreht sich nicht zu schnell, wir haben keine superinnovativen Ideen, und wir verbrennen auch keine 50-Euro-Scheine bei Präsentationen, um über die Inflation zu sprechen. Unsere Investitionen und unsere Erfolgsbilanz sind jedoch solide, und wir lernen auf dem Weg zur Wertschöpfung ständig dazu. **Investitionen sind eine sehr ernste Angelegenheit, die Ausbildung, Erfahrung, Disziplin und Seriosität erfordert.** Wir sind davon besessen, das Kapital unserer Anleger zu erhalten, was unsere Risikobereitschaft begrenzt. Dies ist definitiv keine Show; wir müssen unser Kapital schützen und eine anständige Rendite erwirtschaften. Die enorme Kurzfristigkeit, die Gier und die Effekthascherei an der Börse erstaunt uns immer wieder.

Unsere beiden Fonds erzielten im Jahr 2022 eine gute Performance, die über unserem Ziel von 10 % pro Jahr lag

Im Jahr 2022 lag die Rendite vom Classic (+14 %) und NR (+13 %) leicht über unserem Ziel von 10 %, was uns freut. Mit Blick auf 2023 erwarten wir mehr vom Gleichen. Mit anderen Worten: viel Disziplin, langfristiger strategischer Wert und keine Show in einer Zeit, in der laut Morgan Stanley die durchschnittliche Haltedauer auf 6 Monate gesunken ist – von 8 Jahren in den 1960er Jahren. Die derzeitige Haltedauer ist keine Investition, sondern das Ergebnis der Kultur des Spektakels – ein Spiel der Spekulation.

Wir sind nach wie vor davon überzeugt, dass der "Growth"-Zyklus – angeheizt durch niedrige Zinsen, Liquidität und spektakuläre Geschäftspläne – zu Ende gegangen ist und Value wieder die Gewinnerstrategie sein wird, die sie immer war. Wert und Wachstum überschneiden sich und sind aus fundamentaler Sicht schwer zu trennen. Dennoch ist klar, dass die letzten 10 Jahre in vielerlei Hinsicht keine normalen Jahre waren, sondern Jahre, in denen die immense Liquidität alles, fast alles, steigen liess.

Die Aussichten für 2023 sind sowohl für den Classic als auch für den Natural Resources (NR) positiv und wir haben keine Angst vor einer möglichen Rezession. Alle unsere Anlagen sind von hoher Qualität, die Unternehmen haben gute Manager und sehr gesunde Bilanzen. Sollten die Preise sinken, werden wir einfach mehr kaufen und so unsere Renditeerwartungen erhöhen.



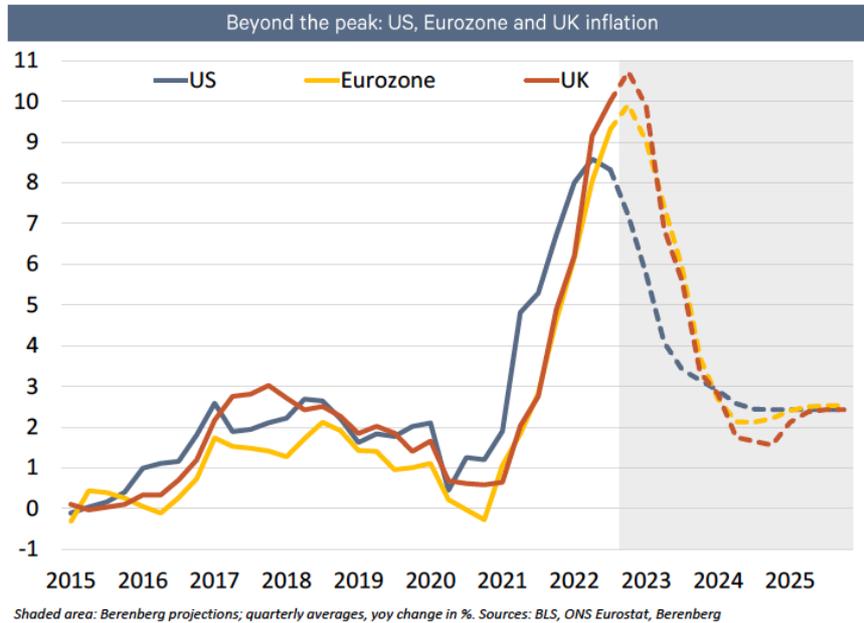
* Monthly Frequency until 1996. Daily Frequency from 1997 onwards.

Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Global Investment Research

Wie wir bereits im Jahr 2022 erwähnt haben, hat die Inflation ihren Höhepunkt bereits erreicht
Während des gesamten Jahres 2022 gingen wir davon aus, dass die Inflation gegen Ende des Jahres ihren Höhepunkt erreichen und sich im Laufe des Jahres 2023 normalisieren würde. Wir hatten Recht – ausnahmsweise! Unser Basisszenario geht nach wie vor davon aus, dass sich sowohl die Inflation als auch die Zinssätze (letztere mit einiger Verzögerung) im Laufe des Jahres 2023 normalisieren werden. Die Anpassung der Warenpreise und des grössten Teils des Dienstleistungssektors sowie die Anpassung der Arbeitspreise, die in den Jahren 2023 und 2024 erfolgen sollte, haben wir bereits gesehen.

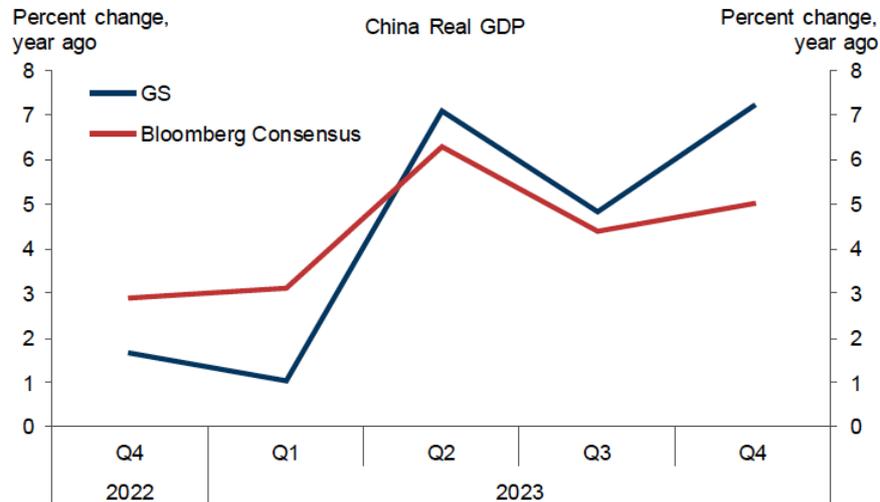
Die Inflation hat mit ihrer Normalisierungsphase begonnen



Eine gute Nachricht: Chinas Wiedereröffnung wird die globale Erholung beschleunigen

Die Massnahmen, die die chinesische Regierung Anfang 2023 ergriffen hat, um die Wiedereröffnung des Landes zu beschleunigen, stellen eine dramatische Veränderung gegenüber der vorherigen Covid-Null-Politik dar. **Diese Massnahmen werden zu einer deutlichen Verbesserung der Wirtschaft des Landes und angesichts seines globalen Gewichts auch der übrigen Welt führen.** Das Ende der Covid-19-Schliessungen in China könnte das Ende der weltweiten Pandemie markieren, die einen sehr wichtigen Teil der Menschheit betraf, aber weniger schwerwiegende Auswirkungen hatte als ursprünglich erwartet.

Chinas Wiedereröffnung: BIP-Schätzungen 2023



Source: Haver Analytics, NBS, Goldman Sachs Global Investment Research.

Global Investment Research

Sowohl unser LTIF Classic als auch unser NR Fonds haben ein erhebliches Exposure in China, wenn auch indirekt, denn China verbraucht im Durchschnitt zwischen 20 und 50 % aller Rohstoffe weltweit. Daher wird sich die wirtschaftliche Erholung des Landes positiv auf beide Fonds auswirken. Der Classic hat derzeit ein Exposure von 25 - 30 % in Rohstoffen (einschliesslich Energie), während das Exposure des LTIF Natural Resources – offensichtlich – fast 100 % ausmacht. Man kann sagen, dass wir angesichts der bevorstehenden Erholung der chinesischen Wirtschaft nicht schlecht aufgestellt sind.

Die russische Invasion in der Ukraine ist tief verankert: Ein Szenario des schwarzen Schwans sollte im Auge behalten werden

Wir sind nach wie vor der Meinung, dass der Einmarsch Russlands in die Ukraine in einer Verhandlung enden wird, aber diese Verhandlung wird nur dann stattfinden, wenn einer der Kontrahenten deutliche Fortschritte auf dem Schlachtfeld macht. Derzeit gibt es keine Anzeichen dafür, dass dies der Fall sein wird. Nach einem Jahr Krieg sind die anfänglichen wirtschaftlichen Auswirkungen fast vollständig abgeklungen, und die Auswirkungen auf den Energiesektor sind nicht so schlimm, wie wir erwartet hatten.

Für uns bei SIA hat sich in Bezug auf Wirtschaft und Investitionen nichts geändert: Die russische Wirtschaft befindet sich in einer Rezession und wird mittel- und langfristig stark leiden, während die Preise für fossile Brennstoffe noch viele Jahre lang auf hohem Niveau bleiben werden. Der Krieg ist nicht die Ursache für die hohen Preise, aber er wird sich immer stärker auswirken.

Wir betrachten den Krieg nach wie vor als eine Art schwarzen Schwan, bei dem das Unerwartete – ob positiv oder negativ – jederzeit eintreten kann. **Daher verwalten wir unsere Portfolios vorsichtiger als in stabileren Zeiten.**

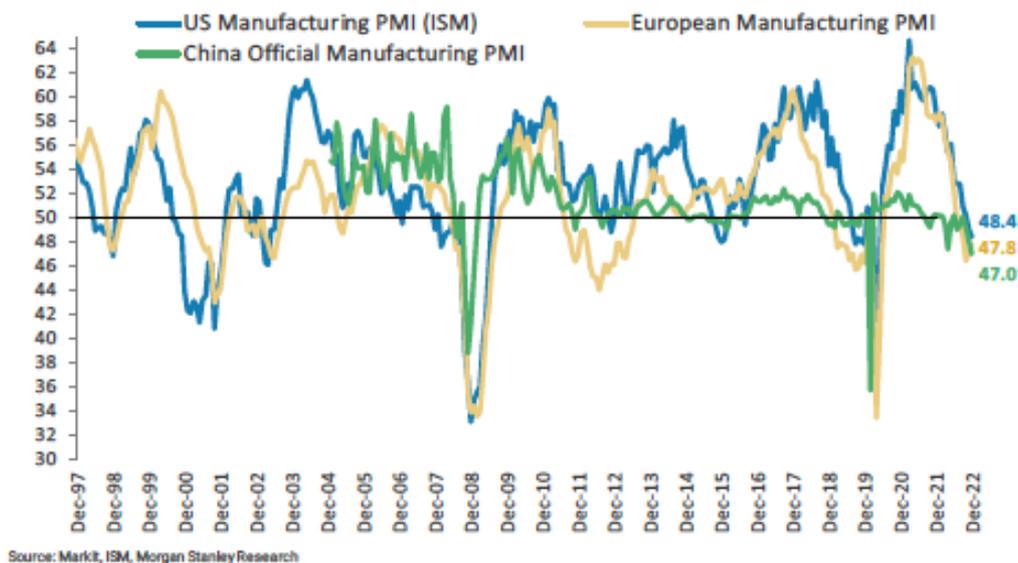
Das Ende eines langen 10-jährigen Konjunkturzyklus, der durch reichlich Liquidität gekennzeichnet war

Nach unserer Analyse befinden wir uns immer noch im letzten Teil des Zyklus, der nach der globalen Finanzkrise 2008/09 begann – ein sehr langer Zyklus mit drei grossen Schocks (europäische Krise 2011-12, chinesische Krise 2015 und Covid-19-Krise 2020). Derzeit dürften wir uns in der Endphase einer

Konjunkturabschwächung oder Rezession befinden, nach der ein neuer Zyklus beginnen wird. Es ist jedoch noch zu früh, um zu sagen, was passieren wird, und man darf nicht vergessen, dass das System extrem dynamisch ist.

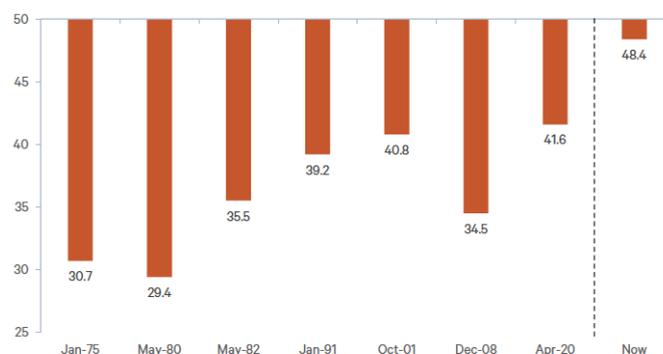
Um das Ende des aktuellen Zyklus abzuschätzen, orientieren wir uns im Wesentlichen an fünf Indikatoren, von denen vier nach wie vor ein negatives Delta aufweisen: Inflation (+), Zinssätze (-), PMIs (-), Gewinnrevisionen (-) und Liquidität (-). Unser Basisszenario deutet daher darauf hin, dass wir noch einige Quartale mit langsamerem Wirtschaftswachstum vor uns haben (ob es sich dabei um eine *weiche Landung* oder eine *harte Landung* handelt, bleibt abzuwarten), bevor ein neuer Zyklus beginnt.

Globale PMIs (Einkaufsmanagerindizes): Abwärtstrend liegt 8 Quartale vom Höchststand und ein Jahr von der 50er-Marke entfernt



Wie die nächste Grafik zeigt, hat der US PMI kaum die 50er-Marke überschritten und ist damit noch weit von den üblichen Tiefstständen entfernt, die den Tiefpunkt eines Zyklus anzeigen.

US PMI Tiefststände in früheren Rezessionen:



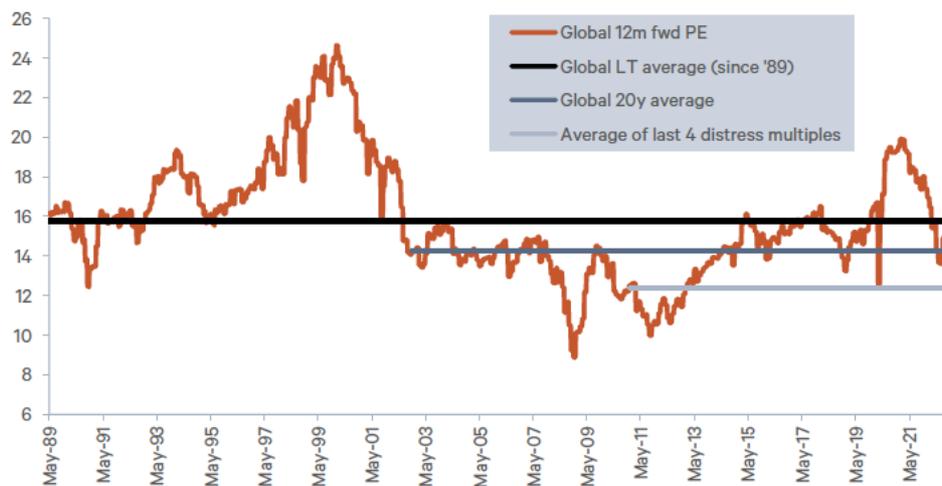
Source: Berenberg research, Eikon

Wir weisen noch einmal darauf hin, dass unsere makroökonomische Analyse nicht die Grundlage für unsere Investitionen ist, sondern dass wir sie nutzen, um unnötige Risiken zu vermeiden.

Bewertungen: Wo stehen wir?

Wie die nachstehende Grafik zeigt, bewegt sich der Aktienmarkt weltweit im Einklang mit dem historischen Durchschnitt, was mit unserer Bewertung der Classic and Natural Resources Fonds übereinstimmt (mehr dazu später).

12 Mio. Forward KGV Globale Aktien



Source: Berenberg research, Eikon

Auf Indexebene gibt es nur einen Index, der selbst nach den starken Rückgängen im Jahr 2022 etwas teuer ist: der Technologieindex Nasdaq. Dem Konsens zufolge wird der Nasdaq mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 22 gegenüber einem historischen Durchschnitt von 25 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 5,5x gehandelt, was über dem historischen Durchschnitt (4,2x) liegt. Angesichts der Tatsache, dass wir Gewinnkorrekturen von mehr als 10 % nach unten erwarten, verstehen wir, dass das Bewertungsniveau des Index immer noch zu hoch ist, aber es gibt gute Unternehmen im Technologiesektor, die mit grösserem Interesse betrachtet werden sollten.

Der weltweit führende Markt, die USA (SPX), wird mit einem KGV23 von 17,7 gehandelt, was dem historischen Durchschnitt entspricht, auch wenn es im Verhältnis zum Buchwert noch etwas darüber liegt. Wir erwarten Gewinnkürzungen im Jahr 2023, was das bereinigte KGV näher an das 20-fache bringen dürfte. Der Schlüssel zur Bewertung liegt in den aktuellen Renditen der Unternehmen (RoIC, ROCE und RoE), die im Durchschnitt über dem historischen Durchschnitt liegen. Wenn diese Renditen nachhaltig sind (wovon wir ausgehen), dann entspricht die Bewertung des US-Marktes in hohem Masse den historischen Durchschnittswerten.



Source: Goldman Sachs Global Investment Research. As of January 12, 2023

Global Investment Research

Trotz des Anstiegs Anfang 2023 bleibt der **europäische Index günstig: KGV23 13x gegenüber einem historischen Durchschnitt von 19x**, mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis, das dem Durchschnitt entspricht. **Auch die wichtigsten Schwellenländerindizes – der chinesische Shenzhen300, der brasilianische Ibovespa, der türkische XU100 und der russische IMOEX – werden mit einem Abschlag im Vergleich zu den historischen Durchschnittswerten gehandelt.**

KGV und Kurs-Buchwert der wichtigsten geografischen Indizes

Index	SPX US	SXXP EUROPE	NASDAQ US	SHSZ300 CHINA	BOVESPA BRASIL	XU100 TURKEY	IMOEX RUSSIA	TOPIX
Preis	3.973	453	11.619	4.181	108.900	5.560	2.180	1.945
KGV	17,7	12,8	22,1	12,3	6,3	5,6	3,4	12,5
Kurs-Buchwert	3,6	1,8	5,4	1,6	1,1	0,8	0,6	1,2

Quelle: Bloomberg, SIA Funds

Aufgeschlüsselt nach Sektoren stellen wir fest, dass die Sektoren *Industrie, Technologie* und *Wachstum* teuer sind, während *Banken, Energie, Materials* und *Value* günstig sind. *Konsumgüter, Gesundheitswesen* und *Versicherungen* würden auf ihrem durchschnittlichen historischen Niveau gehandelt.

KGV und Kurs-Buchwert der wichtigsten Sektoren

Index	MXWO VALUE	MXWO GROWTH	MXWO INDUSTRIALS	MXWO CONSUMER STAPLES	MXWO HEALTHCARE	MXWO MATERIALS	MXWO ENERGY	MXWO IT	MXWO FINANCIALS	MXWO INSURANCE
Preis	3.191	3.619	310	270	345	338	255	418	138	151
KGV	12,4	22,8	16,5	19,1	17,7	13,5	8,5	22,5	11,3	12,3
Kurs-Buchwert	1,7	5,0	2,9	4,1	3,9	2,0	1,7	6,1	1,3	1,6

Quelle: Bloomberg, SIA

II. OUT OF THE BOX von José Carlos Jarillo

Indem sie begannen, eine leichte Rezession oder sogar eine "weiche Landung" zu diskontieren, waren die Märkte in den letzten Monaten optimistischer. Mit anderen Worten: eine Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit, die stark genug ist, um die Inflation auf ein akzeptables Niveau zu senken, aber nicht zu einer ernsthaften Rezession führt. Die nächsten Monate werden uns zeigen, ob dieser Optimismus gerechtfertigt ist. **Ein Problem, das wir bereits erörtert haben (und weiter erörtern werden, da es nicht verschwinden wird), könnte sich jedoch sehr negativ auf die Wirtschaftstätigkeit auswirken und wird derzeit nicht ausser Acht gelassen: der Mangel an Energie im Überfluss und zu vernünftigen Preisen.**

Logischerweise verbraucht die Menschheit so viel Energie, wie sie produziert. Die Vorräte machen jedoch einen Unterschied. Wenn wir reichlich Vorräte haben, können wir mehr verbrauchen als wir produzieren... eine Zeit lang. Wenn wir dagegen mehr produzieren, als wir verbrauchen, müssen wir den Überschuss in eine Art Lagerbestand einlagern, dessen Kapazität zwangsläufig begrenzt ist.

Aus physikalischen Gründen können die Vorräte im Vergleich zum Verbrauch nicht sehr gross sein. Die weltweiten Erdölvorräte beispielsweise schwanken um den Gegenwert von 4 Wochen des Verbrauchs. Erdgas wird im Sommer gelagert und im Wesentlichen im Winter verbraucht. Uran, das eine besonders hohe Energiedichte aufweist, kann für einige Jahre gelagert werden, aber nur sehr wenige andere Rohstoffe haben Vorräte, die mehr als ein paar Wochen des normalen Verbrauchs entsprechen.

In Wirklichkeit gibt es zwei Arten von Vorräten: die im vorigen Absatz genannten (physische Anhäufungen von Rohstoffen in einer Art "Lager") und die Mengen an Rohstoffen, die unter der Erde in Minen oder auf Feldern liegen, die bereits produzieren oder bereit sind zu produzieren. Wir zählen sie nicht als "Vorräte" (sondern als "Reserven"), aber es handelt sich um Rohstoffe, die produziert werden können, wenn ein Bedarf besteht.

Es liegt auf der Hand, dass die Nachfrage das Angebot nicht über das "Polster" der Vorräte hinaus übersteigen kann. Mit anderen Worten: Wenn die Lagerbestände nicht aufgefüllt werden, ist es nur eine Frage der Zeit, bis der Verbrauch gedrosselt oder die Produktion drastisch erhöht wird. In der realen Welt können die Vorräte nicht auf Null reduziert werden, da die Versorgungskette eines jeden Rohstoffs für sich selbst eine grosse Menge an Vorräten erfordert: Im Falle von Erdöl ist dies der Inhalt von Pipelines, Öl auf Schiffen im Transit, Mindestvorräte in Raffinerien usw. Diese Notwendigkeit eines Mindestbestands ist bei den wichtigsten Rohstoffen besonders dringlich, da es sich kein Land leisten kann, auch nur für kurze Zeit ohne Energie zu sein (was wirtschaftliche und geostrategische Folgen hätte).

Die Welt hat die letzten Jahre damit verbracht, ihre Bestände an wichtigen Rohstoffen abzubauen. Zunächst die "oberirdischen", d. h. die sichtbaren Vorräte:

Weltweite Ölvorräte (Quelle: Energy Information Agency)



Die Vorräte "im Boden" sind jedoch viel wichtiger, weil sie viel grösser sind als die Vorräte "über dem Boden". Wie wir bereits sagten, belaufen sich die Vorräte auf einige Wochen des Verbrauchs, während die Produktionsreserven einige Jahre lang reichen können. Und diese Vorräte "im Boden" nehmen ebenfalls schnell ab.

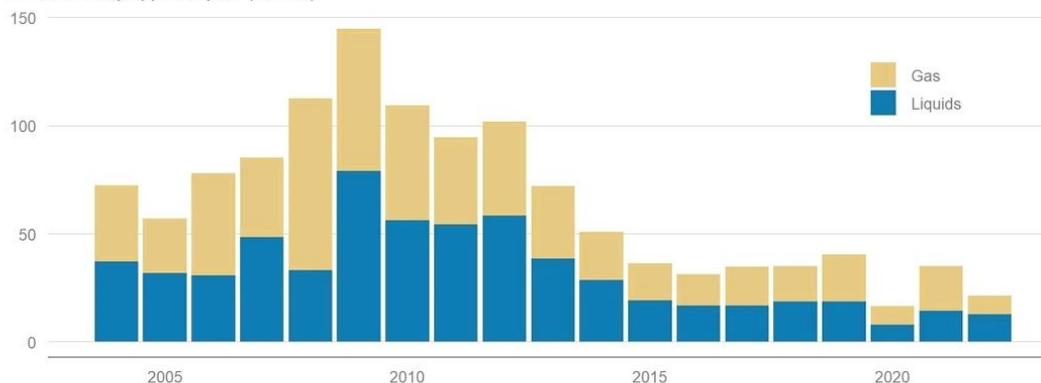
Abbildung 20 zeigt die Menge an neuem Öl und Gas, die durch die jährlich zur Investition genehmigten Erschliessungen gefördert werden kann. **In den letzten Jahren hat die Welt eine Förderkapazität genehmigt, die etwa einem Drittel dessen entspricht, was wir zur Erschliessung verbrauchen.** Obwohl die "oberirdischen" Vorräte noch nicht bei Null liegen, nimmt die Gesamtmenge an Öl und Gas, die für den Verbrauch zur Verfügung steht, unaufhaltsam ab.

Sobald die oberirdischen Vorräte ein unangenehm niedriges Niveau erreichen (was in den nächsten Quartalen der Fall sein wird), wird die Welt erkennen, dass es keine Öl- oder Gasfelder gibt, die in der Lage sind, sie wieder aufzufüllen und gleichzeitig das übliche Nachfrageniveau aufrechtzuerhalten. Es ist mit einem erheblichen Preisanstieg zu rechnen.

Exhibit 20: Projects that passed FID in 2022 account for just 12.7bn barrels of future oil production; after 2020, the lowest level in ~20 years.

Final Investment Decisions

Resources by approval year (bn boe)

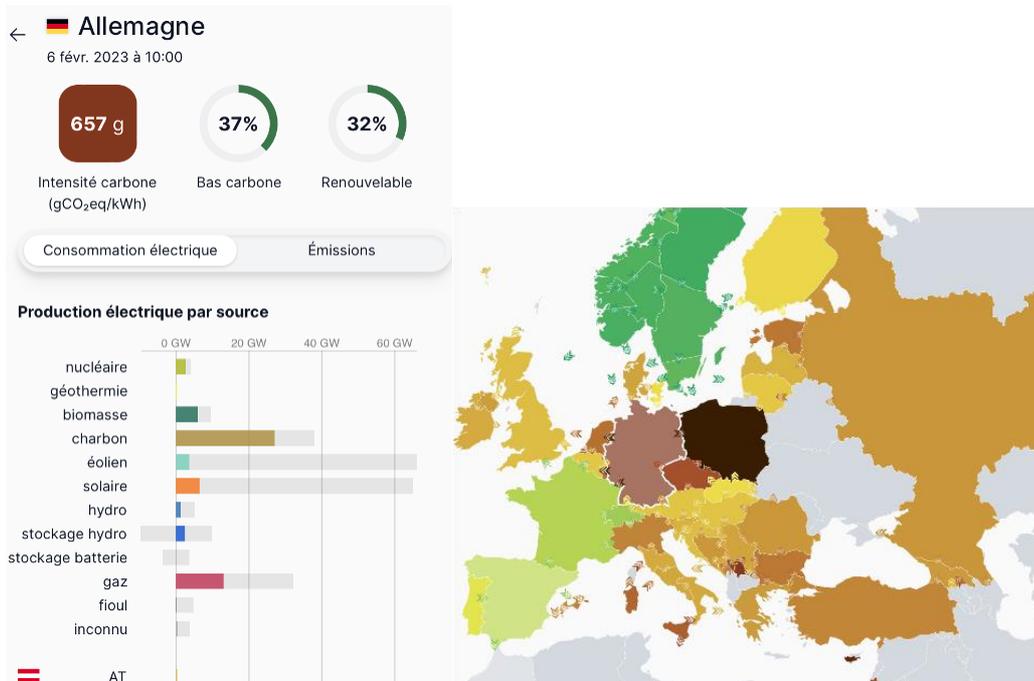


Source: Rystad Energy, Morgan Stanley Research

Wird dies den derzeitigen positiven Trend der Inflation stoppen? Möglicherweise. Aber in jedem Fall wird es extrem schwierig, eine geordnete Wirtschaftstätigkeit ohne ausreichend Energie aufrechtzuerhalten.

In der Tat ist es interessant festzustellen, dass Gesellschaften, wenn "normale" Energie nicht verfügbar ist, auf alles zurückgreifen, was zur Verfügung steht, um weiter zu funktionieren. Das folgende Schaubild zeigt die Menge des in Europa erzeugten CO₂ und die Details zu Deutschland. Dieses Land, in dem die Grünen an der Regierung sind und dessen Konservative die Energiewende ausgerufen haben, verbrennt Rekordmengen an minderwertiger Kohle (die in Deutschland im Überfluss vorhanden ist), um alles am Laufen zu halten, obwohl es nur mit einer geringen Erdgasknappheit zu kämpfen hat.

Wir werden diese Art von Verhalten in den nächsten Jahren zunehmend sehen.



III. DER LTIF CLASSIC

Der Classic legte im Jahr 2022 um 14 % zu und ist mit +6 % ytd gut ins neue Jahr gestartet

Der Classic hat ein gutes Jahr 2022 hinter sich, mit einem Anstieg von 14 %, der leicht über unserem Ziel von 10 % liegt. Das ist ganz normal, denn wir holen Punkte zurück, die wir durch den Kauf von Sektoren wie Energie und Rohstoffe auf der Abwärtsseite verloren haben.

Die besten Sektoren für 2022 waren Industrie (Verteidigung, Kabel und Luft- und Raumfahrt), Energie (Öl) und Konsum (aufgrund des Übernahmeangebots von Devro und Dienstleistungen wie Reinigung und Catering). Die schlechtesten Sektoren für den Classic waren Lachs (Steuern), Gesundheit (Grifols) und Technologie (ASML). Die besten Sektoren nach Aktien waren Thales, Devro, Cenovus, EOG, Hess und ConocoPhillips, während die schlechtesten LeroySeafood, Mowi, Pandora, Grifols, Medtronic, Harbour Energy und Hubbay waren.

Manche Anleger finden den Classic nicht interessant genug, weil er kein Thema, keine Idee, keine Erzählung mit grossen Aussichten hat, die die Anleger fesselt. Unsere Antwort ist zweifältig: 1) Der Hauptfaktor des Classic, long-term Value, schlägt langfristig Growth und die globalen Aktienindizes. 2) Wir haben nicht nur ein Thema, sondern viele: Angebotsknappheit bei Lachs, Wachstum in der Luft- und Raumfahrt, Verteidigungsausgaben, Stromkabel angesichts der Energiewende, Unterversorgung mit fossilen Brennstoffen, Metalle in der Energiewende, digitale Zahlungsmethoden, saubererer Zement, Halbleiter in einer digitalisierten Welt, verstärkter Einsatz von Plasmaproteinen und einige andere. **Das ist der Classic: Sektoren mit soliden Aussichten, Qualitätsunternehmen, und das alles zu einem interessanten Preisnachlass. Wir nennen das *Strategic Value*.**

Der aktualisierte IRR des Classic liegt bei 13,6 % mit einem inneren Wert (IV) von 850 EUR pro Jahr

Die Übernahme von Devro (wir halten immer noch einige Aktien) und ein etwas konservatives Portfoliomanagement nach der jüngsten starken Markterholung hatten einen leicht verwässernden Effekt auf den IRR und den IV. Wir werden nicht weiter ins Detail gehen, aber wie bereits erwähnt, sind wir bereit zu kaufen, sollte es zu einer Marktkorrektur kommen. Wenn es keine weiteren Korrekturen gibt, dann ist alles gut, denn wir werden unser Rentabilitätsziel erreichen. Wenn es zu Korrekturen kommt (mit oder ohne Rezession), haben wir Platz, um hart zuzuschlagen (*natürlich nur gerade Bälle, lieber Warren*).

Auf der Grundlage unserer Schätzungen und der durchschnittlichen Marktbewertungen sollten wir bis Ende 2023 zwischen 600 und 650 EUR NAV je Aktie liegen und damit unser Ziel von +10 % erreichen. **Daher setzen wir unser NAV-Ziel auf 625 EUR je Aktie bis Dezember 2023 fest.** Durch die magische Kombination von Zinseszins und Langfristigkeit sollten wir in 5 Jahren (2028) nicht weit von 1000 EUR pro Aktie entfernt sein.

Es bleibt abzuwarten, ob wir es schaffen oder nicht, aber in jedem Fall werden wir unsere Leistung ausführlich erläutern und weiter lernen. Wie wir immer wieder betont haben, ist das **Alpha des Classic kein Ziel an sich, sondern die Folge unseres Ziels, eine jährliche Rendite von 10 % zu erzielen.** Wenn wir dieses Ziel erreichen, werden wir ein Alpha von 3 bis 4 Punkten pro Jahr erzielen, da der Markt in der Vergangenheit 6 bis 7 % pro Jahr erreicht hat. Dieser Prozentsatz kann sich kaum ändern, da er stark mit dem nominalen BIP-Wachstum weltweit korreliert.

Wie üblich, die Hälfte der Classic in 10 Aktien

Wie in den meisten unserer Newsletter fügen wir eine Liste der 10 wichtigsten Holdings des Fonds bei, die in der Regel nahezu 50 % des Vermögens ausmachen. Unser Ziel ist es, die hohe Qualität unserer Anlagen, die Konzentrierung und gleichzeitig die Diversifizierung des Portfolios zu demonstrieren. In nur

10 Namen haben wir Banking, Reinigung, Plasmaproteine, Catering, Ölsand, Zement, Nahrungsmittel und Reinigung/Hygiene, Verteidigung und Luft- und Raumfahrt – Konzentrierung und Diversifizierung zugleich.

Ich wiederhole mich vielleicht, aber Qualität zu einem guten Preis, Konzentrierung und gleichzeitig Diversifizierung sind unsere Werte beim Aufbau des Classic. Ich habe spöttische Kommentare über unsere Politik gehört, die aus vier Gs besteht (die durch ein einziges G für Gut zusammengefasst werden): Gutes Geschäft, gutes Management, gute Bilanz und ein guter Preis. **Auf den ersten Blick scheint dies sehr einfach zu sein, aber die vier Gs sind nur die Spitze des Eisbergs unseres Investitionsansatzes.**

LTIF Classic Top10 Holdings

ING Groep NV	5,4%
ISS A/S	4,9%
Grifols SA	4,9%
Sodexo SA	4,5%
Cenovus Energy Inc.	4,5%
Heidelberg Cement AG	4,1%
Unilever Plc.	3,9%
Thales SA	3,7%
MTU Aeroengines AG	3,6%
Suncor Inc.	3,5%
TOTAL	43,0%

Investment Case des Quartals: Wir haben drei 3 extrem unterbewertete Unternehmen

Wir haben 3 Unternehmen, deren Innerer Wert doppelt so hoch ist wie der aktuelle Aktienkurs: Pandora, Grifols und Harbour Energy. Die Gesamtposition des Fonds in diesen drei Unternehmen beträgt 13 % des Vermögens. Sollten sich unsere Investitionsüberlegungen als richtig erweisen, können wir in den nächsten Jahren mit nur drei Namen 13 % zurückgewinnen.

Alle 3 Aktien sind seit Jahren bei uns, wir kennen sie gut und gehen davon aus, dass sie in den kommenden Jahren eine Quelle der Wertschöpfung für den Classic sein werden.

- **Pandora (DKK 625):** Wir glauben, dass Pandora aufgrund von zwei Faktoren extrem billig ist: Rezessionsangst (Pandora ist ein zyklisches Konsumgüterunternehmen) und die schlechte Erfolgsbilanz des Unternehmens in den letzten Jahren (die zu einem neuen Management und einer tiefgreifenden Umstrukturierung führte). Unsere Einschätzung des Unternehmens weicht aus drei Gründen vom Konsens ab: 1) Die Umstrukturierung schreitet gut voran, und das Unternehmen ist bereit, weiter zu wachsen, ausser in China, wo das Wachstum länger dauern wird; 2) Pandoras Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus wird keinen strukturellen Schaden verursachen, und da es erschwinglichen Schmuck anbietet, sollte es sogar von einem gewissen Trade Down profitieren; und 3) das Managementteam und die Bilanz sind sehr solide. Wenn die Aktie weiter fällt, werden wir mehr kaufen. **PER23 10x. IV: 1200 DKK. IRR: 21%.**
- **Grifols Pref. (EUR 8.4):** Wir haben weiterhin Vertrauen in die strategische Neuausrichtung des Managements von Grifols. Wir gehen auch davon aus, dass sich das Geschäft in den kommenden Jahren allmählich verbessern wird, nachdem sich Covid-19 stark auf die Gruppe ausgewirkt hat und einige Fehler des Managements, wie z. B. die Verschuldung und das übermässig beschleunigte Tempo der Übernahmen, behoben wurden. Wir glauben, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren seine Rentabilität aus der Zeit vor Covid-19 wiedererlangen, seine

Bilanz in Ordnung bringen und sich stärker auf die Investitionsrendite und die Minderheiten konzentrieren wird. **PER23E 11x. IV: EUR 23. IRR: 22%.**

- **Harbour Energy (317 GBp):** Wir kennen Harbour Energy seit mehr als einem Jahrzehnt: Es ist das Unternehmen, das aus der Fusion von Premier Oil und Chrysaor hervorgegangen ist. Wir haben im Laufe der Jahre drei seiner Managementteams kennengelernt und wären, ehrlich gesagt, glücklicher, wenn wir nicht in das Unternehmen investiert hätten. Die Bewertung von Harbour ist jedoch eindeutig ein Marktfehler: Der freie Cashflow für 2022 liegt bei 2 Mrd. \$ gegenüber einer Marktkapitalisierung von 3 Mrd. \$ und einer Verschuldung, die Ende 2023 bei Null liegen wird (E&Ps sichern sich ab). Es gibt viele Gründe, Harbour nicht zu kaufen: Es handelt sich um ein kleines E&P-Unternehmen in der Nordsee, das hohe Steuern zahlt, über Reserven für nur 7 Jahre verfügt (unter dem Normalwert für 10 Jahre) und dem Öl- und Gaszyklus ausgesetzt ist. Es handelt sich also um ein Hochrisikogeschäft (Risikokategorie 4; höchste für SIA), aber in unserem Szenario hoher Öl- und Gaspreise könnte Harbour das gesamte Unternehmen in 1,5 Jahren zurückkaufen. Wenn wir privates Beteiligungskapital verwalten würden, würden wir es morgen kaufen. Zwar handelt es sich bei den Anlagen um TIER3-Anlagen, aber sie laufen seit vielen Jahren normal, das Managementteam ist hervorragend und das Unternehmen ist praktisch schuldenfrei. **PER23E 3x. IV: GBp 750. IRR: 23%.**

IV. DER LTIF NATURAL RESOURCES

Der LTIF Natural Resources hat zwei gute Jahre hinter sich, und das ist erst der Anfang

Der LTIF NR verzeichnete ein gutes Jahr 2022 mit einem Plus von 13 %, obwohl wir die drei russischen Aktien weiterhin mit Null bewerten, so dass die tatsächliche Marktbewertung mit fast 17 % etwas höher ausfiel.

Der Energiesektor (Öl und Gas), in dem wir im Durchschnitt 45 - 50 % des Vermögens gehalten haben, war eindeutig der Starsektor des Jahres 2022. Dieser Sektor verzeichnete 2022 einen Wertzuwachs von 50 % gegenüber dem Bergbausektor (30 % des Fonds im Jahr 2022), der das Jahr mit einem leichten Rückgang beendete, und dem Infrastruktursektor (10 % des Fonds). Das einzige schlechte Jahr hatten wir in der Agrar- und Ernährungswirtschaft (10 % des Fonds), die im Durchschnitt um 10 % zurückging.

Bei den Aktien fallen Hess, Occidental Petroleum, ConocoPhillips, Teck Resources, Glencore, Devro (IPO) und Viscofan durch starke Anstiege auf, während wir die Lachsunternehmen (neue Steuer), Harbour Energy, Atalaya Mining und Hudbay Minerals auf der negativen Seite hervorheben.

Wir haben zwei gute Jahre hinter uns (+41% im Jahr 2021 und +13% im Jahr 2022) und sind überzeugt, dass dies erst der Anfang eines langen Rohstoff-Superzyklus ist.

14 % IRR und 208 EUR IV auf der Basis von Mid-Cycle-Zahlen

Der LTIF NR wird derzeit zu 150 EUR pro Anteil gehandelt, mit einem IRR von 14% und einem inneren Wert von 208 EUR pro Anteil unter Verwendung von konvergenten Bewertungen, d.h. Anreizpreisen für Rohstoffe (nicht höher) und konvergenten DCFs.

Im Rahmen unseres Rohstoff-Superzyklus-Szenarios ist das Potenzial jedoch weitaus höher. Als Beispiel möchten wir erklären, was passiert, wenn wir versuchen, Cenovus, das kanadische Ölsandöl-unternehmen, zu bewerten. Bei einem Ölpreis von 75 - 80 \$ WTI erwirtschaftet Cenovus einen jährlichen freien Cashflow von fast 20 % der Marktkapitalisierung, was bedeutet, dass in einem DCF-Modell die gesamte Kapitalisierung in den ersten fünf Jahren "aufgefressen" wird. Wie viel ist Cenovus dann wert, wenn der Preis über einen längeren Zeitraum, z. B. 10 Jahre, bei 80 \$+ bleibt? Und wie viel ist Cenovus wert, wenn sich der Ölpreis bei 150 \$ pro Barrel stabilisieren würde? Das ist es, was wir meinen, wenn wir von einem Superzyklus sprechen: Preise und Gewinne, die über einen langen Zeitraum hinweg weit über dem durchschnittlichen Zyklusniveau liegen.

Dann ist die Frage: Wie viel wäre der LTIF NR wert, wenn wir die Spitzenerträge länger nutzen würden? Nun, eine ganze Menge. Wir könnten ihn sogar messen, aber warum? Just enjoy the ride.

Unsere erste Schätzung eines Anreizpreises für ein Barrel Öl im neuen Zyklus

Seit einigen Quartalen haben wir das Problem, den Ölpreis zu quantifizieren, der Anreize für neue Investitionen bieten sollte. Technisch gesehen liegt die Kostenkurve (die übrigens weiter ansteigt) zwischen 80 und 90 \$ pro Barrel, aber in Wirklichkeit reagieren die Investitionen auf diesem Niveau nicht.

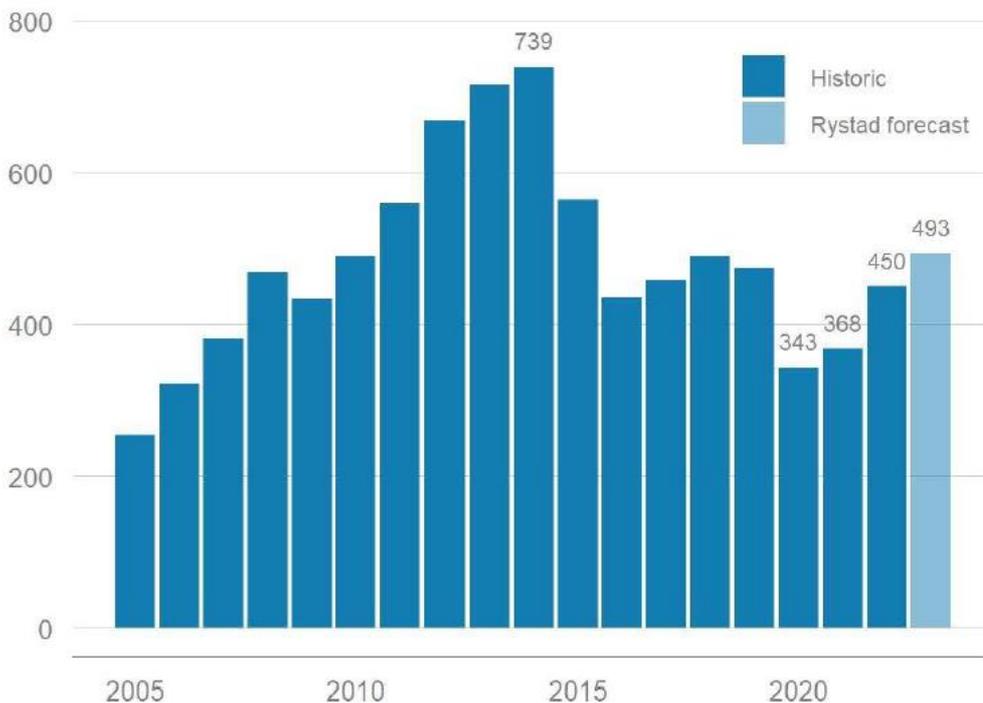
Wie wir in den letzten Jahren gesehen haben, sind die Investitionen in Ölprojekte stark zurückgegangen – von rund 50 FIDs (Final Investment Decision) pro Jahr vor einigen Jahren auf 25 - 30 FIDs in den letzten zwei Jahren. Im Jahr 2022, mit seinen hohen Öl- und Gaspreisen, wurden nur 28 neue Projekte genehmigt.

Alle Grafiken zu Investitionen in diesem Sektor spiegeln einen erheblichen Investitionsrückstand seit 2014 wider, was aufgrund der niedrigen Preise normal war, aber wir hatten zwei Jahre mit hohen Preisen, und

trotzdem sind die Investitionen sehr niedrig. Warum? Es gibt hauptsächlich drei "neue" Faktoren: die Disziplin des Sektors – er konzentriert sich jetzt auf die Rendite; der ESG-Faktor, der jedes umweltverschmutzende oder CO₂-emittierende Projekt erheblich erschwert; und schliesslich die allgemeine Meinung, dass wir derzeit vor einer Nachfragespitze stehen (FOPD, *Fear Of Peak Demand*).

Oil & gas field development capex

Global (\$bn)



Source: Rystad Energy, Morgan Stanley Research

Die Zahl von nur 28 FIDs im Jahr 2022 hat uns sehr überrascht, **aber die IRRs dieser 28 Projekte waren noch überraschender: ein durchschnittlicher IRR von 28 %**, viel höher als die historischen 15 %, die Unternehmen bei der Genehmigung neuer Projekte verwenden. Die Kapitalkosten sind also stark angestiegen, um die drei oben genannten Probleme auszugleichen.

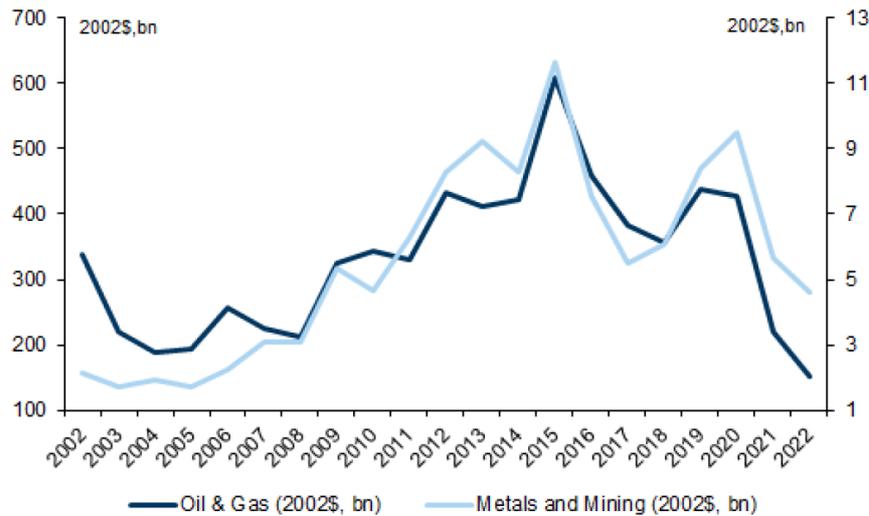
Grob gesagt, würde ein geforderter IRR, der sich fast verdoppelt hat, einem Ölpreis entsprechen, der viel höher ist als die 80/90 \$ pro Barrel, die wir derzeit in unserer Modellierung verwenden – etwa 150 \$ pro Barrel. Ist dies der Preis, den der Sektor braucht, um Anreize für neue Projekte in grossem Umfang zu schaffen? 80/90 \$ sind (empirisch) sicherlich nicht ausreichend, und der Preis muss viel höher (und stabil) sein, um Kapital anzuziehen.

Das Gleiche gilt für Kupfer

Unsere Schätzungen von Angebot und Nachfrage im Kupfersektor deuten darauf hin, dass das Angebot bis 2025 ausreicht, um die Nachfrage zu decken (im Grossen und Ganzen), aber danach öffnet sich eine grosse Lücke, die ein erhebliches strukturelles Defizit widerspiegelt. Nach Angaben von Freeport McMoran werden im Jahr 2050 50 Mio. Tonnen Kupfer benötigt, während derzeit nur 22 Mio. Tonnen

gefördert werden. Würden wir diese Zahlen auf das Jahr umrechnen, so entsprächen sie einem Wachstum von 1 Mio. Tonnen pro Jahr (natürlich nicht linear, aber als Beobachtung nützlich), verglichen mit dem Nachfragewachstum der letzten Jahre von etwa 500'000 Tonnen pro Jahr.

Oil & Gas and Metals and Mining (rhs) real capex in 2002 dollars



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Baker Hughes

Wir werden neue Minen brauchen, aber auch hier stossen wir auf Hindernisse: 1) **Länderrisiken**, da die meisten neuen Reserven in Schwellen-/Entwicklungsländern liegen; 2) **ESG**, die Projekte zumindest verteuern und oft verbieten; und 3) **steigende Steuern**, da die meisten Regierungen hohe Rohstoffpreise als Vorwand für Steuererhöhungen betrachten.

Der Konsens geht weiterhin von 3,5 \$ pro Pfund als Anreizpreis für Kupfer aus. Das Beratungsunternehmen Wood Mackenzie nannte kürzlich 4 \$ pro Pfund als wirklichen Anreizpreis, aber der CEO von Atalaya Mining, *Alberto Lavandeira*, sagte uns, dass nach seinen Zahlen der Preis eher bei 5 \$ pro Pfund liegen dürfte. Dies bedeutet, dass die Konsenszahlen und Bewertungen viel zu niedrig sind.

Die Diskussion über Anreizpreise, Investitionen, Gewinnspannen, Renditen usw. all diese Diskussionen über harte Daten sind sehr aufschlussreich, aber hauptsächlich auf theoretischer Ebene, denn die Realität ist, **dass es nicht genug Kupfer geben wird, um den Bedarf der weltweiten Elektrifizierung zu decken. Wenn es also nicht genug Kupfer gibt, welche Zahlen sollen dann verwendet werden?**

Warum haben wir die Gewichtung von Lachs zucht erhöht?

Die Aktien von Lachs züchtern fielen ziemlich stark, nachdem die norwegische Regierung beabsichtigte, eine neue Ressourcensteuer einzuführen, die, grob gesagt, den effektiven Steuersatz von 25 % auf 65 % erhöhen würde. Die neue Ressourcensteuer wird derzeit zwischen allen beteiligten Parteien diskutiert und verhandelt, und wir werden bald die endgültige Steuerregelung erhalten.

Wir haben den Sektor einer Due-Diligence-Prüfung unterzogen und sind auf eine interessante Idee gestossen: Die negativen Auswirkungen der neuen Steuerregelung auf die Erträge würden durch einen

Anstieg der Lachspreise um 20 % fast vollständig ausgeglichen. Das ist interessant, denn höhere Steuern in Norwegen bedeuten höhere Kosten für 50 % der Angebotskurve und damit weniger Investitionen und weniger Angebot, was zu höheren Preisen führt. Um wie viel? Schwer zu beziffern, da Lachs durch andere Arten oder ein Hähnchensandwich ersetzt werden kann, so dass der Preisanstieg aufgrund der hohen Nachfrageelastizität begrenzt wäre.

Diese Analyse hat uns dazu veranlasst, Anteile an einigen Lachszüchtern zu kaufen. Möglicherweise haben wir Glück gehabt, denn die jüngsten Nachrichten deuten auf eine mögliche Umgestaltung der neuen Ressourcensteuer auf ein niedrigeres Niveau hin. Wir halten dies für sehr sinnvoll, und wenn sich die Nachricht bestätigt, wird der Lachszuchtsektor weiterhin ein sehr interessanter Sektor für die SIA-Fonds sein. Wir werden weiterhin in unruhigen Gewässern fischen. Vorerst einmal eine gute Nachricht.

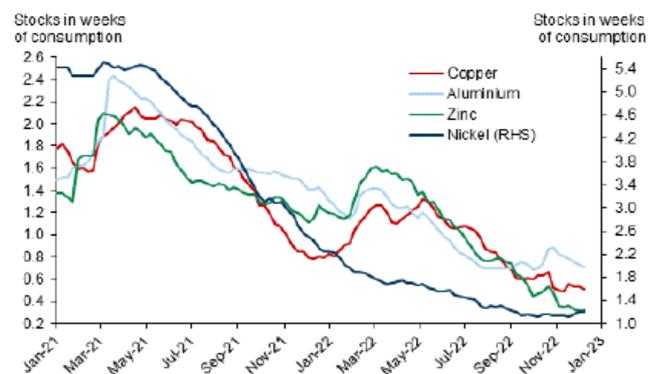
V. ROHSTOFFE – GEDANKEN von Urs Marti

In unserem letzten Bericht haben wir auf die extrem negative Marktstimmung/Positionierung der Finanzindustrie aufgrund der Angst vor einer Rezession hingewiesen. Diese Situation steht jedoch im Widerspruch zu den Informationen, die wir von physischen Marktteilnehmern (Bergbauunternehmen, Händlern und Verbrauchern) erhalten. Die weltweiten sichtbaren Metallvorräte und die chinesischen Onshore-Lagerbestände befinden sich auf einem Rekordtief. Wie aus den nächsten Grafiken hervorgeht, ist der physische Markt sehr angespannt.

Scarcity of onshore inventory means risk skewed toward restocking



Global visible metals inventories



Quelle: Goldman Sachs

Wie üblich führt eine solche extreme Positionierung zum Gegenteil dessen, was das Volk erwartet. Der Pain Trade zeigt aufwärts, und die Nachricht, dass China seine Covid-19-Beschränkungen lockert, hat zu einer gewissen Eindeckung von Leerverkäufen geführt.

Die Presse überschlägt sich weiterhin mit Nachrichten über die Renaissance der Kernenergie. Gemeint sind damit langfristige Entwicklungsstrategien, die Verlängerung von Genehmigungen, die Wiederinbetriebnahme von Reaktoren und Neubauten. Indien, Polen, Saudi-Arabien, Belgien, Japan, Korea, Deutschland, Schweden, Südafrika, Ägypten, die Niederlande, das Vereinigte Königreich, Ungarn und China sind nur einige Länder, die in den letzten Wochen Schlagzeilen gemacht haben. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die ganze Welt dabei ist, aufzuwachen und zu erkennen, dass sie einen massiven Ausbau der Kernenergie braucht, um die Lichter am Leuchten zu halten (um einen Eindruck von den Auswirkungen einer fehlgeleiteten Energiepolitik zu bekommen, sollten die Leser einen Blick auf das südafrikanische Eskom-Desaster werfen).

Neben den Plänen für den Bau eines Kernkraftwerks in Norilsk hat Nornickel mit Rosatom eine Vereinbarung über die Erweiterung der Flotte nuklear angetriebener Eisbrecher unterzeichnet (siehe Zukunft der Arktis-Route...). Kleine Kernkraftwerke sind mehr als nur eine Idee, es gibt sie bereits. Anders als der Westen hat Russland die Kerntechnik nie aufgegeben. Ein Blick auf die Homepage von Rosatom ist empfehlenswert, um sich ein Bild von den vielfältigen Möglichkeiten zu machen, die nicht nur im Bereich der Stromerzeugung bestehen.

Im Jahr 2022 meldete die Uranindustrie einen erheblichen Anstieg der langfristigen Vertragsabschlüsse. Der Wechsel von «Unterfütterung» auf «Überfütterung» im Produktionsprozess von nuklearem Brennstoff dürfte die Nachfrage um weitere 20 Millionen Pfund erhöhen. Kazatomprom verfügt über eine Nettobargeldposition und hat die erste Lieferung über die kaspische Route aus seinem Gemeinschaftsunternehmen Inkai mit Cameco abgeschlossen. Das Material traf in der Raffinerie Blind von Cameco in

Kanada ein. Sollte die Hauptroute durch St. Petersburg aus irgendeinem Grund nicht mehr zur Verfügung stehen, wird der mittlere Korridor durch das Schwarze Meer das Risiko für Kazatomprom mindern.

In einer ersten Reaktion missfiel den Marktteilnehmern der Erwerb einer grösseren Beteiligung an Westinghouse durch Cameco. Im Nachhinein wird dieser Schritt völlig anders gesehen. Er macht das Unternehmen von einem reinen Bergbauunternehmen zu einem integrierten Anbieter einer breiten Palette von Produkten und Dienstleistungen für die Atomindustrie – und das genau zu Beginn des grössten Bullenzyklus. Während die westliche Welt die Nuklearindustrie vernachlässigte, entwickelte die russische Rosatom eine beherrschende Marktposition. So besitzt Russland beispielsweise 40 % der weltweiten Konversionsinfrastruktur und 46 % der gesamten Anreicherungs Kapazität. Auch die politische Situation hat dazu geführt, dass russische Produkte unwiederbringlich in den Osten umgeleitet werden. Folglich wird Cameco noch viele Jahre lang eine dominante Marktposition in der westlichen Welt haben.

Im Bereich Landwirtschaft/Nahrungsmittel erhielt eine unserer wichtigsten Beteiligungen, Devro, ein Übernahmeangebot von einem Lebensmittelunternehmen, das sich im Besitz einer der reichsten Familien Deutschlands befindet. Der angebotene Preis lag 60 % über dem letzten Preis und nahe an unserem berechneten inneren Wert. Dies zeigt, dass unser Private-Equity-Ansatz für börsennotierte Unternehmen funktioniert. Die Wertlücken werden sich irgendwann schliessen; es ist nur eine Frage der Geduld. Ausserdem wird die Zeit zeigen, wie sich unser Ansatz in anderen Segmenten auswirken wird. Im Bergbausektor haben die Massnahmen der Unternehmen (z. B. BHP-Oz Minerals und Rio-Turquoise Hill) gezeigt, dass die Transaktionspreise ebenfalls völlig von den Marktpreisen abweichen. Die Kapitaldisziplin (Capex) wird sich in absehbarer Zeit nicht ändern. Glencore hat beispielsweise deutlich gemacht, dass das Unternehmen nur dann an zusätzlichen Kapazitäten interessiert ist, wenn die Preise ein Niveau erreichen, bei dem die Zerstörung der Nachfrage einsetzt, was bei Gütern mit einer unelastischen Nachfragekurve sehr hoch sein kann.

In der Ölbranche wurde die Ankündigung von Chevron, fast ein Viertel aller Aktien zurückzukaufen, ausführlich kommentiert. Man braucht keine Kristallkugel, um diese Ereignisse kommen zu sehen. Man muss sich nur die Cashflows und das Verhältnis zur Marktkapitalisierung/Schulden/zu den erwarteten Investitionen ansehen, und schon ist man dabei. Es gibt bzw. wird noch viele weitere extreme Beispiele geben, wie z. B. Petrobras, das im letzten Jahr eine Dividendenrendite von mehr als 60 % gezahlt hat, und Harbour, das mit dem 0,9-fachen EV/EBITDA 2023 gehandelt wird. Die verbleibenden Schulden werden in einigen Monaten wegfallen, und die Investitionen werden aufgrund der steuerlichen Situation im Vereinigten Königreich gekürzt. Die Aktie dürfte daher bald für Geldmarktfonds attraktiv werden.

Unser Lachs-Exposure wurde aufgrund seiner vollen Bewertung grösstenteils verkauft, bevor die Steuerproblematik aufkam. Nach dem Rückgang wurde es teilweise zurückgekauft. Angesichts der schlechten Lizenzversteigerung hat die norwegische Regierung bereits mehr Geld verloren, als sie durch höhere Steuern einnehmen wird. Die vorgeschlagene Regelung wird zu einem völligen Zusammenbruch der Investitionen führen, was wiederum geringere Mengen und höhere Preise zur Folge hat. Ein altes Credo der Rohstofflegende *Ivan Glasenberg* lautete: Preise sind umsonst, Investitionen kosten Geld und bringen Ärger. Schätzungen kommen zu dem Schluss, dass der Steuereffekt 15 % der Preise ausmacht, was nicht sehr viel ist. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass 1 Prozent auf der Angebotsseite einen Multiplikatoreffekt auf den Preis hat.

Marcos Hernández Aguado
José Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team

Februar 2023

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 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

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

Eingetragener Firmensitz

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