

Newsletter

Febrero 2023

- *I. POSICIONADOS PARA UN FRENAZO ECONÓMICO* 2
- *II. OUT OF THE BOX por José Carlos Jarillo* 11
- *III. EL LTIF CLASSIC* 14
- *IV. EL LTIF NATURAL RESOURCES* 17
- *V. RECURSOS NATURALES EN PROFUNDIDAD
por Urs Marti* 21
- *Aviso legal* 23

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

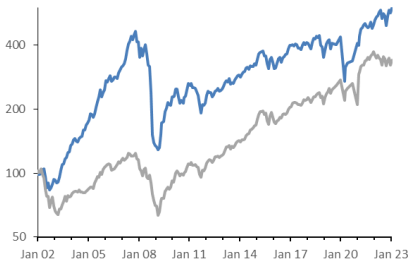
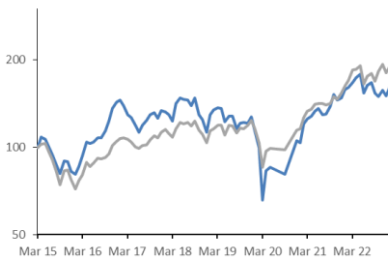


Figure 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“The average holding period has decreased from 8 years in the 60’s to 6 months today”

Source: Morgan Stanley Research

Resumen de nuestros fondos

Table 1: Net Asset Value - Net assets under management of our funds

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

Source: SIA Group

I. POSICIONADOS PARA UN FRENZO ECONÓMICO

La cultura del espectáculo cede terreno a la gravedad de los flujos de caja

Durante las pasadas Navidades Mario Vargas Llosa escribía varios artículos que llamaron mi atención. Venían a resumir su pensamiento (ya publicado en su amplia bibliografía) referente a la civilización y la cultura del espectáculo, comentando que muchos de los ámbitos sociales actuales (política, economía, medios, cultura, etc....) están sometidos a una enorme presión por parte de **la cultura del espectáculo**.

Esta tendencia puede aplicarse a la Bolsa también, y a multitud de activos de inversión, donde la cultura del espectáculo es cada vez más influyente. La inversión se ha ido convirtiendo en un espectáculo donde comentaristas versados en la oratoria, pero muchas veces sin formación ni experiencia, exponen sus tesis de inversión sin ningún remordimiento intelectual. Este espectáculo se ha visto favorecido por un entorno de tipos de interés extremadamente bajos, cercanos a cero, y un incremento enorme de la liquidez en el sistema (políticas monetarias, fiscales, de infraestructuras, incluyendo políticas novedosas como el QE) generando un contexto “festivo” para la inversión. *Party time*. El gráfico siguiente ejemplifica este entorno donde en términos medios un 10% del los bonos tenía una rentabilidad negativa.

Total value of negative yielding bonds



Source: Berenberg research, Bloomberg

En la última década, en este entorno de dinero barato, hemos visto de todo: **criptomonedas, SPACs, TFGs, meme-stocks** y multitud de planes de negocio revolucionarios que han generado narrativas espectaculares que el público aplaude, los medios de comunicación amplifican, y una serie de gurús de la inversión que normalmente son excelentes oradores sin escrúpulos se encargan de transformar en narrativas de inversión a corto plazo, además de ganar ingentes cantidades de dinero.

Pues bien, se acabó la fiesta, y menos mal que el punto de partida del fin de fiesta no es tan alto como el de 2007/2008. Es la hora de la gravedad: el boom 2010-2020 está volviendo a su cauce y los retornos también están volviendo a niveles más normales. El largo plazo es un *weighting machine* y es hora de volver a un entorno más normal: inflación y tipos más altos, menos liquidez, más énfasis en las valoraciones, más value, menos growth, menos tecnología etc.... Se acabó el espectáculo o más bien, hemos entrado en una fase de normalización.

En SIA Funds no damos mucho espectáculo; de hecho, muchas veces podemos ser repetitivos e incluso aburridos, pero es que el mundo gira a la velocidad que gira, no se puede acelerar. Nuestra cartera no rota demasiado, no tenemos ideas super-innovadoras, ni quemamos billetes de 50 euros en las presentaciones para hablar de inflación, pero nuestras inversiones y *track record* son sólidos y no paramos de aprender en este camino hacia la generación de valor.

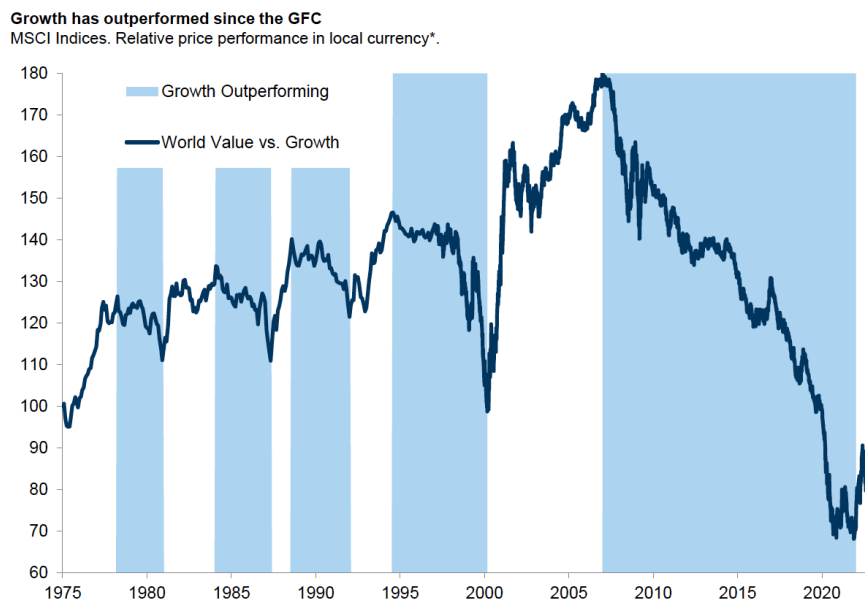
La inversión es un tema muy serio, donde formación, experiencia, disciplina y seriedad son necesarios. Estamos obsesionados con preservar el capital de nuestros inversores lo que nos limita mucho el apetito por el riesgo. Esto no es un espectáculo, necesitamos proteger nuestro capital y generar un retorno decente. Es un poco increíble el cortoplacismo, la ambición desmedida y el espectáculo existente en el mercado de Bolsa.

Nuestros dos fondos han tenido un buen 2022, por encima de nuestro objetivo del 10% anual. En 2022 el retorno del Classic (+14%) y del NR (+13%) ha sido algo mejor que nuestro objetivo del 10% con lo que estamos satisfechos. De cara a 2023 más de lo mismo. Mucha seriedad, largo plazo, value estratégico y nada de espectáculos, en un momento donde según Morgan Stanley el plazo medio de

inversión se ha reducido a 6 meses (desde 8 años en los años 60). Eso no es invertir, eso es la cultura del espectáculo, el espectáculo de la especulación.

Seguimos convencidos que el ciclo “growth”, alimentado por tipos bajos, liquidez y planes de negocio espectaculares ha llegado a su fin y value va a volver a ser la estrategia ganadora que siempre fue. Value y growth se solapan y desde un punto de vista fundamental, son difíciles de separar, pero lo que está claro es que los últimos 10 años no han sido desde multitud de puntos de vista, años normales, años dónde la inmensa liquidez ha permitido que todo, absolutamente todo, subiese.

Las perspectivas de 2023 son buenas para ambos Classic y Natural Resources y no nos asusta una posible recesión económica. La calidad de todas nuestras inversiones es muy alta, con buenos gestores y balances de situación muy saneados, con lo que si los precios bajan compraremos más, lo que hará subir nuestra TIR esperada.



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

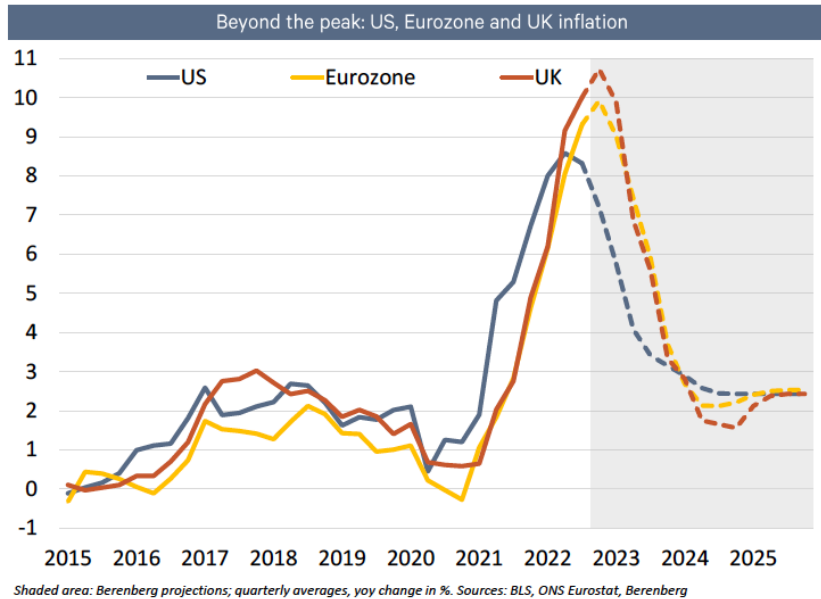
Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Global Investment Research

Como dijimos a lo largo de 2022, la inflación ya ha tocado techo

A lo largo de 2022 anticipamos que la inflación iba a hacer máximos hacia final de año y empezar a normalizarse a lo largo de 2023. Por una vez estábamos en lo cierto. Nuestro escenario base sigue asumiendo que tanto inflación como tipos de interés (con un cierto retraso), se irán normalizando a lo largo de 2023. Hemos asistido ya al ajuste de precios de bienes y buena parte del sector servicios y falta el ajuste de precios de la mano de obra que se llevará a cabo en 2023 y 2024.

La inflación ha empezado a normalizarse

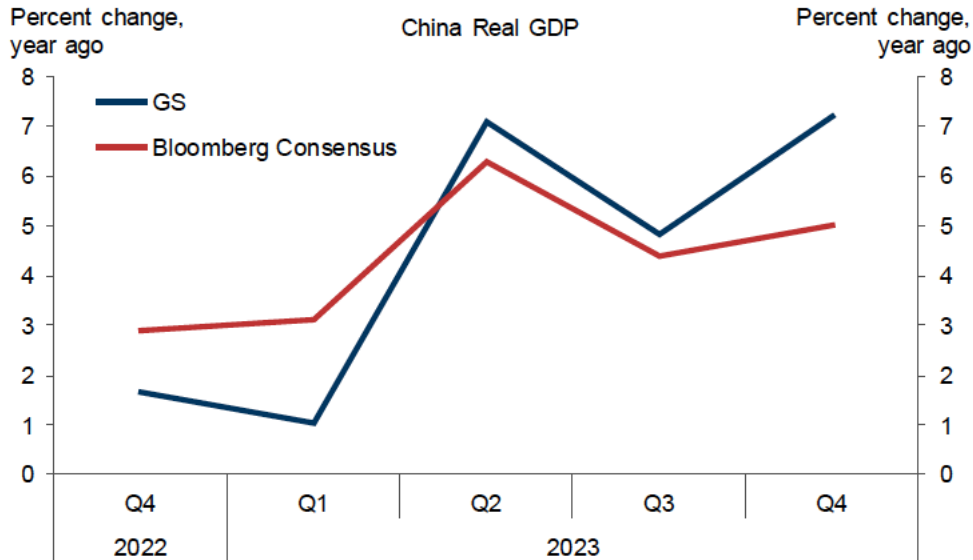


La reapertura de China va a acelerar la recuperación global

Las medidas adoptadas por el Gobierno Chino de cara a acelerar la reapertura y vuelta a la normalidad del país, aunque sorprendentes y quizá tardías, van a suponer una clara mejora de las perspectivas económicas tanto del país como del resto del mundo dado el peso de la económica China a nivel global.

El final de los cierres por Covid19 marcan posiblemente el final de la pandemia, que habrá contagiado a una parte muy importante de la humanidad, pero con un impacto menos grave del previsto.

La apertura de China post Covid19 va a acelerar el crecimiento global



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

Global Investment Research

Nuestros dos fondos Classic y NR tienen una exposición importante a China, aunque indirecta, dado que China consume, en términos medios entre el 20% y el 50% de todas las materias primas del mundo, con lo que su recuperación económica tendrá un efecto positivo en ellas. Recordamos que el Classic tiene una exposición actual del 25-30% a materias primas (incluimos energía) y el de recursos naturales, obviamente, cercana al 100%. Podríamos decir que no estamos mal posicionados ante la inminente recuperación de la economía China.

La invasión rusa de Ucrania sigue muy enquistada: cisne negro a no olvidar

Seguimos pensando que la invasión de Ucrania por parte de Rusia terminará en una negociación, pero esta **negociación solamente llegará cuando uno de los contendientes avance claramente en el campo de batalla, lo que por el momento no se ve claro**. Tras un año de guerra, el impacto económico inicial se ha absorbido casi en su totalidad y el impacto en el sector energético no está siendo lo perverso que esperábamos.

Para SIA, en términos económicos y de inversión no cambia nada: la economía rusa está en recesión y sufrirá mucho a medio y largo plazo, mientras que los precios de los combustibles fósiles van a seguir en niveles altos muchos años. La guerra no es la causa de los precios altos, pero va a tener un impacto acelerador.

Seguimos mirando la guerra como un factor tipo cisne negro, en el que en cualquier momento puede suceder lo imprevisto, tanto para bien como para mal, con lo que estamos gestionando las carteras con cierta prudencia respecto a periodos más estables.

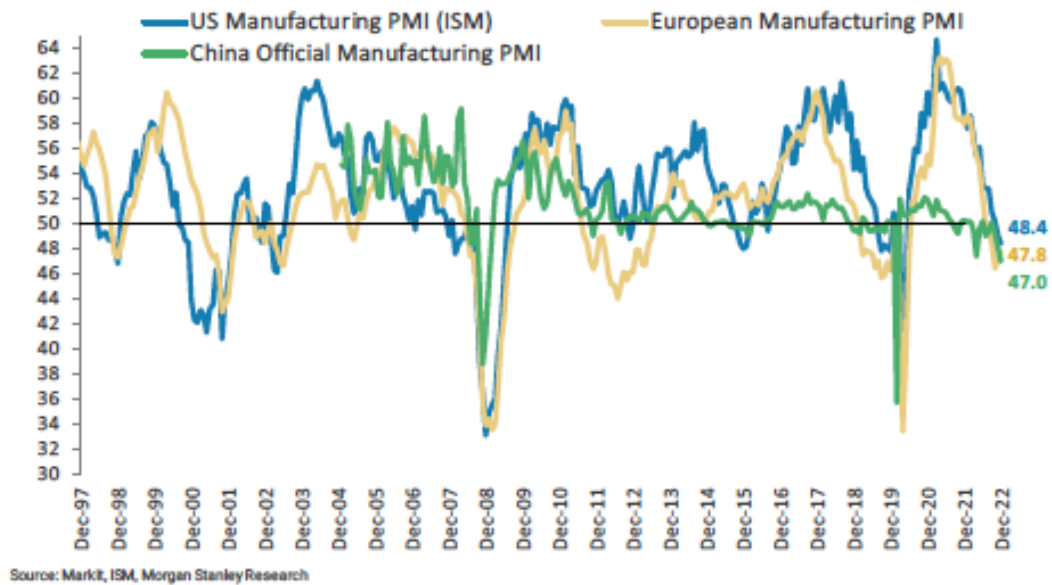
Final de un ciclo largo, de más de 10 años, caracterizado por tipos bajos y amplia liquidez

Según nuestro análisis seguimos en la parte final del ciclo que comenzó después del GFC 08/09, ciclo muy largo y con tres sustos importantes (crisis europea 2011-12, crisis China 2015, Covid19 2020).

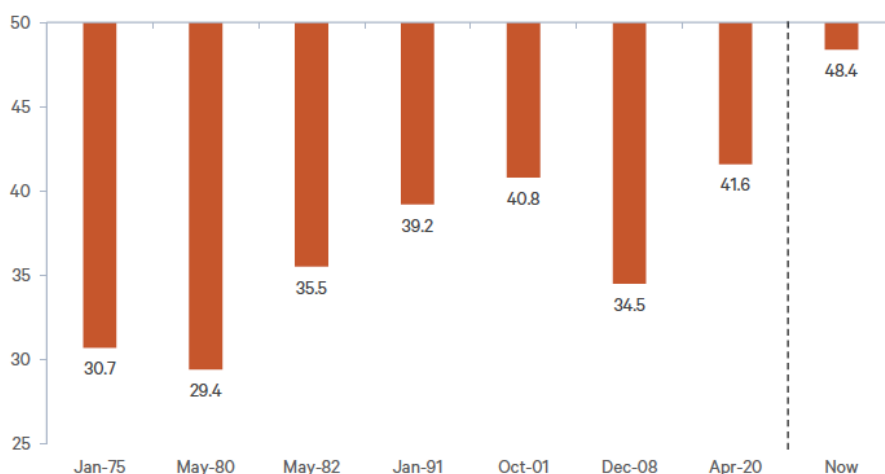
Actualmente estaríamos en la fase final de *slowdown* o recesión económica, tras la que nacerá un nuevo ciclo: aún es pronto para decir cuando ocurrirá esto y en cualquier caso hablamos de un modelo dinámico.

Seguimos básicamente 5 indicadores para intentar estimar el final del ciclo actual y 4 siguen en delta negativo: inflación (+), tipos (-), PMIs (-), revisión de beneficios (-) y liquidez (-). Nuestro escenario base por tanto sugiere que aún tenemos por delante unos trimestres de menor crecimiento económico (*softlanding* o *hardlanding* aún está por ver) antes de empezar un nuevo ciclo.

Global PMIs: downward trend that on average lasts 8 quarters from the peak and 1 year from 50



US PMI troughs in previous recessions



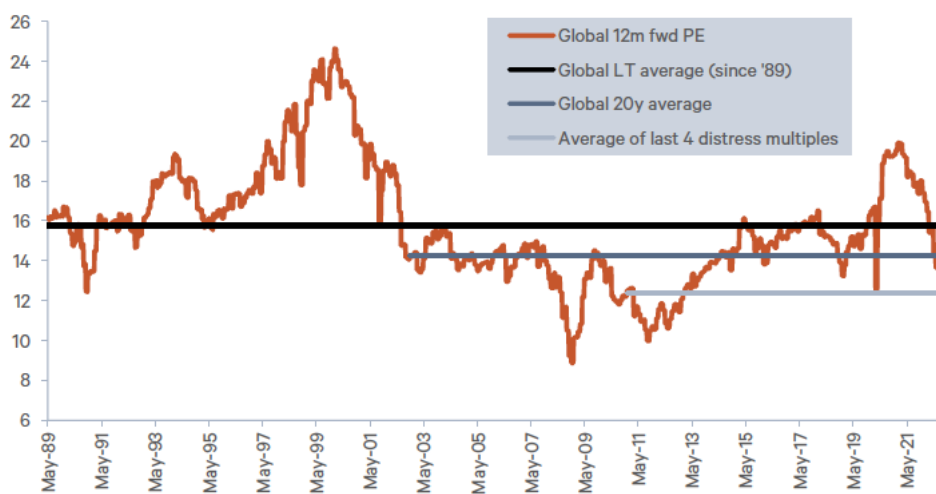
Source: Berenberg research, Eikon

Hay que reiterar que nuestro análisis macroeconómico no es la base de nuestras inversiones, pero lo usamos para evitar riesgos innecesarios. Lo que si usamos mucho son las valoraciones y esta es la lectura de fin de año en términos de valoración.

Valoración ¿dónde estamos?

Como podemos apreciar en el grafico siguiente, a nivel global la Bolsa están cotizando a niveles en línea con la media histórica, lo cual cuadra bastante con nuestra valoración de los fondos Classic y Natural Resources.

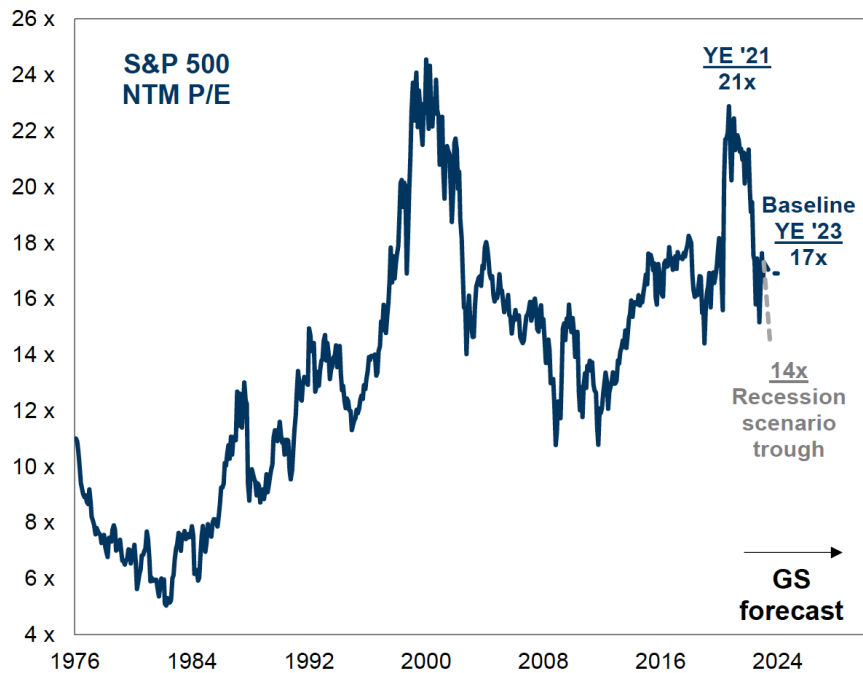
12m forward PER Global equities



Source: Berenberg research, Eikon

A nivel de Índices, sólo encontramos un índice que está caro, incluso después de las fuertes caídas de 2022, el índice tecnológico Nasdaq. Según consenso el Nasdaq cotiza a un PER23E de 22x, frente a una media histórica de 25x, y un precio sobre valor en libros de 5,5x, por encima de la media histórica(4,2x). Dado que esperamos revisiones a la baja de beneficios superiores al 10%, entendemos que el índice está aún en niveles de valoración demasiado altos, pero hay buenos negocios dentro del sector de la tecnología que hay que empezar a mirar con más interés.

El principal mercado mundial, el americano (SPX). cotiza con un PER23E de 17,7x, similar a la media histórica, aunque en términos de precio sobre valor en libros sigue estando algo por encima. Esperamos recortes de beneficios en 2023 con lo que el PER ajustado estaría más cerca de 20x. La clave de la valoración está en los retornos actuales (RoIC, ROCE, RoE) de las empresas, que en términos medios es más alto que la media historica. Si estos retornos son sostenibles (creemos que sí) entonces el mercado americano está en una valoración muy en línea con sus medias históricas.



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

Global Investment Research

A pesar de la subida de principios de 2023, **el índice europeo sigue barato: PER23 13x frente a una media histórica de 19x**, con un precio sobre valor en libros está en línea con la media.

PER y PB de los principales índices geográficos

Index	SPX US	SXXP EUROPE	NASDAQ US	SHSZ300 CHINA	BOVESPA BRASIL	XU100 TURKEY	IMOEX RUSSIA	TOPIX
Price	3.973	453	11.619	4.181	108.900	5.560	2.180	1.945
PER	17,7	12,8	22,1	12,3	6,3	5,6	3,4	12,5
P/Book	3,6	1,8	5,4	1,6	1,1	0,8	0,6	1,2

Fuente: Bloomberg, SIA Funds

Los principales índices de mercados emergentes están cotizando a descuento sobre niveles normales: Shenzhen300 chino, Ibovespa brasileño, XU100 turco e IMOEX ruso. Todos cotizan a descuento sobre niveles normales con lo que los emergentes deberían tener un comportamiento positivo en términos generales en los próximos años, dejando de lado análisis geoestratégicos, políticos y económicos, muy importantes a la hora de invertir en estos mercados.

Finalmente, el análisis por sectores amplios (globales) sería el siguiente:

PER y PB de los principales Índices sectoriales

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

Fuente: Bloomberg, SIA

- Sectores caros: Industrial, Tecnología y *Growth*
- Sectores baratos: Bancos, Energía, Materiales y *Value*
- Sectores en línea con media histórica: Consumo, Healthcare, Seguros

II. OUT OF THE BOX por José Carlos Jarillo

Al empezar a descontar sólo una recesión leve, o incluso un "aterrizaje suave", los mercados se han mostrado más optimistas en los últimos meses. En otras palabras, una ralentización de la actividad económica lo suficientemente importante como para reducir la inflación a niveles aceptables, pero sin llegar a ser una recesión grave. Los próximos meses nos dirán si este optimismo está justificado. Sin embargo, una cuestión que ya hemos discutido (y seguiremos discutiendo, puesto que no desaparecerá) podría tener un impacto muy negativo en la actividad económica: **la falta de energía abundante y a precios razonables.**

Lógicamente, la humanidad consume tanta energía como produce. Los inventarios, sin embargo, marcan la diferencia. Si tenemos existencias abundantes, podemos consumir más de lo que producimos... durante un tiempo. Por el contrario, si producimos más de lo que consumimos, tenemos que poner la cantidad sobrante en algún tipo de inventario, cuya capacidad será necesariamente limitada.

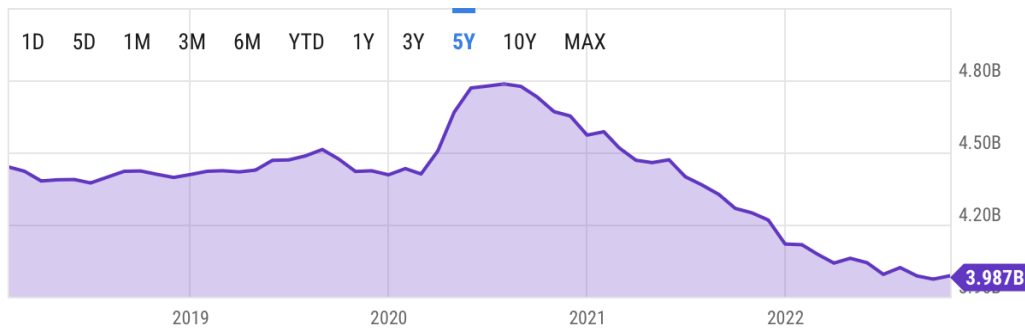
Por razones físicas, los inventarios no pueden ser muy grandes en comparación con el consumo. **Los inventarios mundiales de petróleo, por ejemplo, fluctúan en torno al equivalente de 4 semanas de consumo.** El gas natural se almacena durante el verano y se consume básicamente durante el invierno. El uranio, excepcionalmente denso en energía, puede almacenarse durante algunos años, pero muy pocas otras materias primas tienen existencias equivalentes a más de unas semanas de consumo normal.

En realidad, **hay dos tipos de inventarios o existencias:** las que se incluyen en el párrafo anterior (acumulaciones físicas de la materia prima en algún tipo de "almacén"), y las cantidades de la materia prima que yacen bajo tierra en minas o yacimientos que ya están produciendo o están listos para producir. No las contamos como "existencias" (sino como "reservas"), pero se trata de materias primas listas para ser producidas si/cuando haya necesidad.

Es obvio que la demanda no puede superar a la oferta más allá del "colchón" que proporcionan las reservas. En otras palabras, si no se reponen las existencias, es sólo cuestión de tiempo que se reduzca el consumo o aumente bruscamente la producción. En el mundo real, las existencias no pueden reducirse a cero, porque la cadena de suministro de cualquier mercancía requiere muchas existencias para sí misma: En el caso del petróleo, se trata del contenido de los oleoductos, el petróleo en tránsito en los buques, las existencias mínimas en las refinerías, etc. Esta necesidad de existencias mínimas es especialmente acuciante en el caso de las materias primas clave, ya que ningún país puede permitirse verse privado de energía ni siquiera durante un breve periodo de tiempo (lo que tendría consecuencias económicas y geoestratégicas).

El mundo se ha pasado los últimos años agotando sus existencias de materias primas cruciales. En primer lugar, los inventarios "sobre el suelo", es decir, los visibles:

World oil inventories (source, Energy Information Agency)



Sin embargo, es mucho más importante el origen de los inventarios, es decir, las reservas listas para la producción, que han ido disminuyendo en los últimos años.

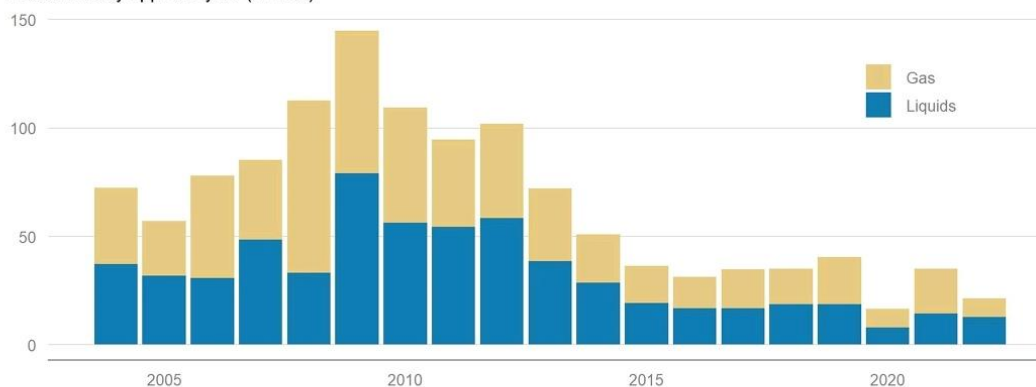
El gráfico 20 muestra la cantidad de petróleo y gas que pueden producir los proyectos cuya inversión se aprueba cada año. **En los últimos años, el mundo ha estado aprobando una capacidad de producción equivalente a aproximadamente un tercio de lo que estamos consumiendo.** Aunque los inventarios "sobre el suelo" aún no son cero, la cantidad total de petróleo y gas disponible para el consumo disminuye sin cesar.

En cuanto las existencias "sobre el suelo" alcancen niveles incómodamente bajos (lo que está a punto de ocurrir en los próximos trimestres), **el mundo se dará cuenta de que no hay yacimientos de petróleo o gas capaces de rellenarlos manteniendo el nivel habitual de demanda. Cabe esperar un importante repunte de los precios.**

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)



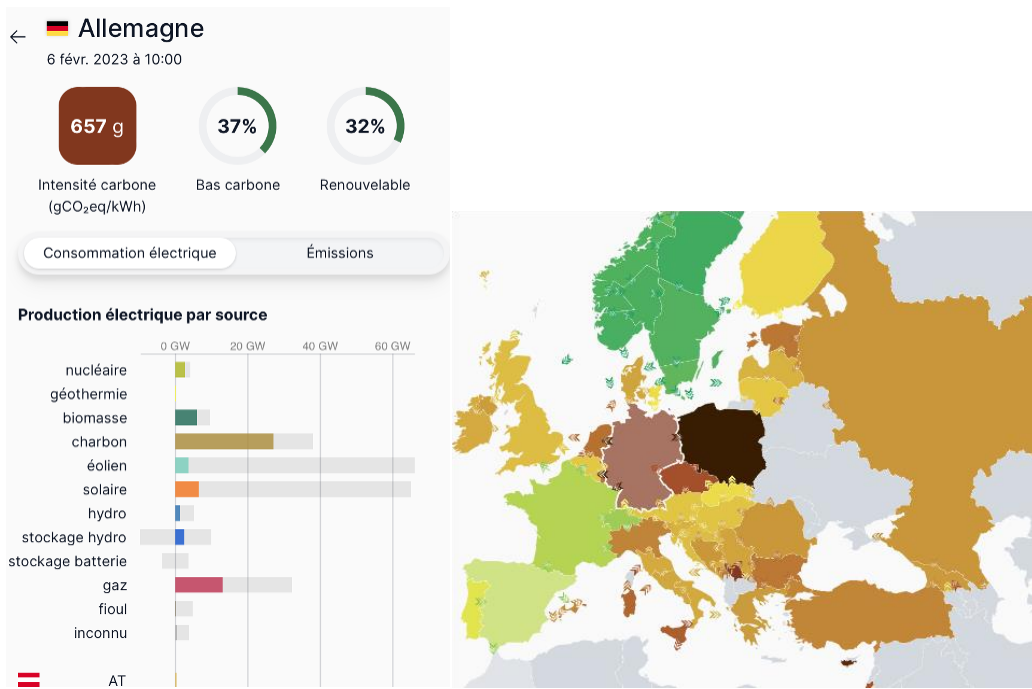
Source: Rystad Energy, Morgan Stanley Research

¿Desbaratará esto la actual tendencia positiva de la inflación? Posiblemente. Pero, sea como fuere, dificultará enormemente el mantenimiento de una actividad económica ordenada sin energía suficiente.

De hecho, es interesante observar que cuando no se dispone de la energía "normal", las sociedades recurren a lo que tengan a mano para seguir funcionando. El siguiente gráfico muestra la cantidad de CO2 generada en Europa y los detalles relativos a Alemania. Este país, con su Partido Verde en el gobierno, y

cuyos conservadores proclamaron su "Energiewende", está quemando cantidades récord de carbón de baja calidad (abundante en Alemania) para que todo siga funcionando, a pesar de que sólo se enfrenta a una pequeña escasez de gas natural.

Veremos cada vez más este tipo de comportamiento en los próximos años.



III. EL LTIF CLASSIC

El Classic ha hecho un +14% en 2022 y ha empezado bien el año, +6% ytd

El Classic ha tenido un buen 2022 con una subida del 14%, algo mayor que nuestro objetivo del 10%. Esto es bastante normal dado que estamos recuperando puntos que perdimos comprando a la baja sectores como energía y materias primas.

Los mejores sectores de 2022 fueron el sector industrial (defensa, cables, aeroespacial), energía (petróleo) y consumo (gracias a la OPA sobre Devro y los servicios como limpieza o catering). Los peores sectores para el Classic fueron las Salmoneras (impuestos), Health (Grifols), y tecnología (ASML). Por valores los mejores fueron Thales, Devro, Cenovus, EOG, Hess, ConocoPhillips y los peores LeroySeafood, Mowi, Pandora, Grifols, Medtronic, Harbour Energy y Hubbay.

Muchos inversores nos echan en cara que el Classic no tenga un tema, un idea, una narrativa que tenga perspectivas fantásticas a medio plazo y cautive al inversor. Nuestra respuesta es doble 1) el factor principal, el value a largo plazo bate growth y a los índices bursátiles globales y 2) no solo tenemos un tema sino diez: salmónes, crecimiento aeroespacial, inversión en defensa, cables eléctricos de cara a la transición energética, falta de inversión y oferta en combustibles fósiles, metales en la transición energética, tarjetas y medios de pago digitales, cemento menos contaminante, semiconductores en un mundo digitalizado, mayor uso de proteínas del plasma, y algún otro que me dejo en el tintero.

Esto es el Classic, sectores con perspectivas sólidas, empresas de calidad, todo a un descuento interesante. Lo denominamos *value estratégico*.

La TIR actualizada del Classic se sitúa en 13,6% con un Valor Intrínseco (IV) de EUR 850 por acción

La OPA sobre Devro y una gestión de cartera algo conservadora tras la fuerte recuperación del mercado han tenido un efecto ligeramente dilutivo en TIR y IV. No vamos a dar más detalle, pero como hemos comentado, estamos listos para comprar en caso de nuevas correcciones. Si no hay más correcciones, pues genial porque cumpliremos nuestro objetivo de rentabilidad, y si hay correcciones (con o sin recesión), tenemos margen de maniobra para batear fuerte (sólo bolas rectas, claro).

Partiendo de nuestras estimaciones y valoraciones medias de mercado deberíamos estar entre EUR 600 y EUR 650 por acción a finales de 2023, **cumpliendo nuestro objetivo de +10% con lo que situamos el objetivo de NAV en EUR 625 por acción para 2023. A más largo plazo, no deberíamos estar lejos de EUR 1000 por acción en 5 años (2028), gracias a la magia del interés compuesto y el largo plazo.**

Veremos si cumplimos o no pero en cualquier caso daremos explicaciones detalladas en cualquier escenario de cara a comprender nuestra performance y seguir aprendiendo. Como hemos repetido muchas veces el alfa del Classic no es un objetivo por sí mismo, es la consecuencia de nuestro objetivo de generar un retorno del 10% anual. Si hacemos eso, generaremos un alfa de 3-4 puntos anuales dado que el mercado, en general, ha hecho históricamente un 6-7% anual y esto no puede cambiar mucho dado que existe una fuerte correlación con el creciente del PIB nominal a nivel global.

La mitad del Classic, como casi siempre, en 10 valores

Como en la mayoría de nuestras *Newsletters*, adjuntamos la lista de las 10 primeras posiciones del fondo que normalmente se acercan al 50% de los activos. **Nuestro objetivo es demostrar la alta calidad de nuestras inversiones, la concentración y a la vez la diversificación por sectores.** En 10 empresas tenemos negocio bancario, limpieza, proteínas de plasma, catering, arenas bituminosas, cemento, alimentación y productos de limpieza/higiene, defensa y aeroespacial: concentración y diversificación a la vez.

Siento repetirme, pero calidad a buen precio, concentración y a la vez diversificación, son nuestros valores a la hora de construir la cartera. He tenido algún comentario jocoso sobre nuestra política de las cuatro Gs (que se resumen en una sola G de Good): *Good business, Good management, Good Balance sheet @Good Price*, que parece a simple vista muy básica, pero que es solamente la punta del iceberg de nuestra manera de entender la inversión.

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%

Caso de Inversión trimestral: tenemos tres 3 empresas extremadamente infravaloradas

Tenemos 3 empresas con un Valor Intrínseco que dobla al precio actual de las acciones: Pandora, Grifols y Harbour Energy. La posición total del fondo a estas tres empresas es del 13% de los activos, con lo que, si nuestros casos de inversión son correctos, tenemos un 13% que recuperar en los próximos años solamente en tres empresas.

Los 3 valores llevan con nosotros años, los conocemos bien, y entendemos que van a ser una fuente de generación de valor para el Classic en años venideros.

- **Pandora (DKK 575):** entendemos que Pandora está muy barata por la combinación del temor al impacto en beneficios de la temida recesión (es un negocio de consumo discrecional) junto con el mal *track record* de la empresa en los últimos años (reciente reestructuración). Nuestra opinión es muy diferente por tres razones 1) la reestructuración avanza bien y la empresa está ya lista para seguir creciendo, exceptuando China que llevará más tiempo 2) la exposición al ciclo no provocará daños estructurales e incluso, al ser joyería asequible, se beneficiara de cierto *trade down* 3) equipo gestor y balance de situación son muy sólidos. Si la acción sigue bajando, compraremos más. **PER23 10x. IV: 1200 DKK. TIR: 21%**
- **Grifols (EUR 8,4):** mantenemos nuestra confianza en el cambio estratégico que se está produciendo en Grifols a nivel de top management y asumimos una mejora gradual en los próximos años, tras un fuerte impacto del Covid19 en el negocio del grupo y errores de gestión más o menos comprensibles, como puede ser un endeudamiento demasiado fuerte o un ritmo de adquisiciones demasiado acelerado. Entendemos que en los próximos años la empresa va a recuperar márgenes y rentabilidades pre-covid19, que el balance se irá saneando gradualmente y que la gestión de la empresa tendrá mucho más en cuenta los retornos a la inversión y a los accionistas minoritarios. **PER23E 11x. IV: EUR 23. DKK. TIR: 22%**
- **Harbour Energy (317 GBp):** a Harbour Energy la conocemos desde hace más de una década y es la empresa resultante de la fusión entre Premier Oil y Chrysaor. De hecho, hemos conocido a 3

equipos de gestión de la empresa a lo largo de los años y la verdad es que hubiésemos sido más felices no invirtiendo aquí. Pero mirando al futuro, la valoración de Harbour es claramente un error de mercado: el flujo de baja libre de 2022 ha sido de \$ 2bn frente a una capitalización de mercado de \$ 3bn y una deuda que será cero a finales de 2023. Hay multitud de razones para no comprar Harbour: es una petrolera pequeña en el mar del norte, con impuestos renovadamente altos, unas reservas de 7 años, por debajo de los 10 años que suelen tener, y exposición al ciclo del petróleo y del gas. Además, tiene riesgo elevado (categoría de riesgo 4; máxima para SIA) pero en nuestro escenario de precios de petróleo y gas altos, Harbour podría recomprar la empresa entera en 1,5 años. Si gestionáramos un *Private Equity*, nos la compraríamos mañana. Los activos son TIER3, pero han venido operando con normalidad muchos años, el equipo gestor es excelente y prácticamente no tienen deuda. **PER23E 3x. IV: GBp 750. DKK. TIR: 23%**

IV. EL LTIF NATURAL RESOURCES

El LTIF Natural Resources lleva dos años buenos, y solo es el comienzo

El LTIF NR ha tenido un buen 2022, con una revalorización del 13%, aunque seguimos valorando las 3 acciones rusas a cero, con lo que el “mark to market” real ha sido algo mayor, cercano a +17%.

El sector estrella en 2022 ha sido claramente el sector de la energía (petróleo y gas) en el que hemos tenido en términos medios un 45-50% de los activos. Este sector se ha revalorizado un 50% en 2022, frente al sector de minas (30% del fondo en 2022), que ha terminado el año con una ligera caída, al igual que el sector de infraestructuras (10% del fondo). Sólo hemos tenido un año malo en agroalimentación (10% del fondo) que en términos medios ha caído un 10%.

Por valores, Hess, Occidental Petroleum, ConocoPhillips, Teck Resources, Glencore, Devro (OPA) y Viscofan han destacado por sus fuertes subidas mientras que por el lado negativo destacamos las salmoneras (nuevo impuesto), Harbour Energy, Atalaya Mining y Hudbay Minerals.

Llevamos dos años buenos (+41% en 2021 y +13% en 2022) y estamos convencidos de que esto es sólo el principio de un largo ciclo de materias primas.

TIR del 14%. Valor Intrínseco de EUR 208 por acción con números de ciclo medio

El LTIF NR cotiza actualmente a EUR 150 por acción con una TIR del 14% y un Valor Intrínseco de EUR 208 por título. Insistimos en que estos números están hechos con precios de las materias primas en convergencia (precio de incentivo) y DCFs también en convergencia o ciclo medio, por lo que en nuestro escenario de *superciclo* de materias primas, el potencial es mucho mayor.

Como ejemplo, me gustará citar lo que nos pasa cuando intentamos valorar Cenovus, una empresa petrolera de arenas bituminosas canadiense. A precios del petróleo de entorno a \$80 WTI, Cenovus genera un flujo de caja libre anual cercano al 25% de la capitalización bursátil, lo que hace que en un modelo de DCF, te “comas” la capitalización entera en los 4 primeros años del modelo. ¿Cuánto vale Cenovus entonces si los precios se mantienen en 80\$+ en un periodo largo de tiempo, digamos 10 años? Y ¿cuánto vale Cenovus si el precio de petróleo se estabilizase en 150\$ por barril? A esto nos referimos cuando hablamos de *superciclo*, precios y beneficios muy superiores al nivel de ciclo medio por un periodo largo de tiempo.

¿Cuánto valdría el LTIF NR si usáramos este procedimiento para todos nuestros valores? Pues mucho, podríamos incluso medirlo, pero ¿para qué? Enjoy the ride.

Nuestra primera estimación de los precios de incentivo del barril de petróleo en el nuevo ciclo

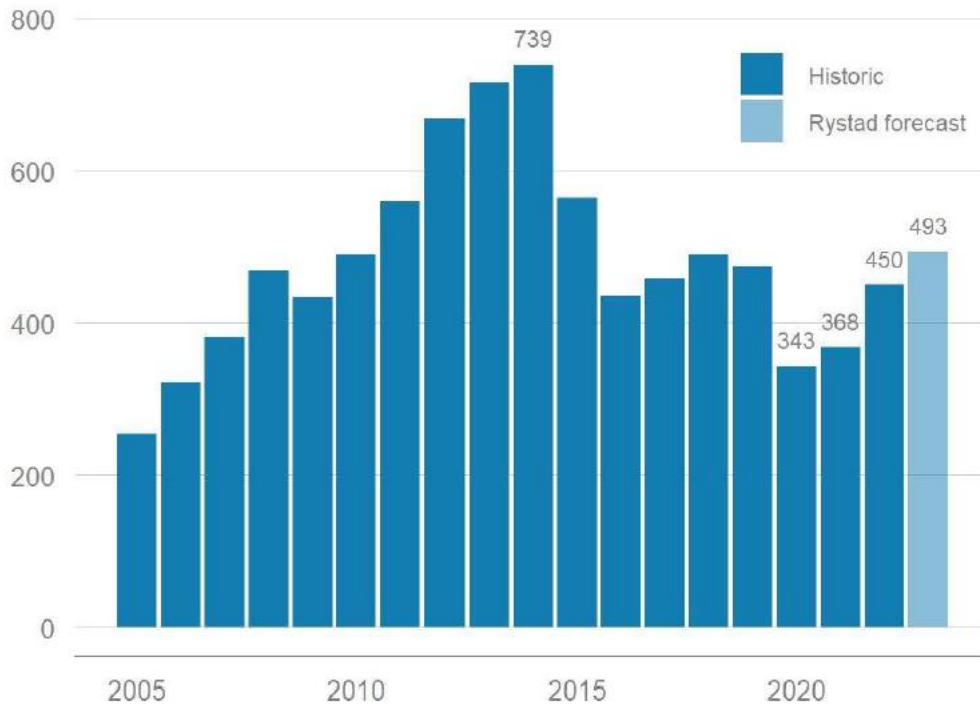
Desde hace ya unos trimestres tenemos el problema de cuantificar cual es el precio del petróleo que va a incentivar nuevas inversiones. Técnicamente la curva de costes (que por cierto no para de subir) lo sitúa entre 80 y 90\$ por barril, pero la realidad empresarial es distinta.

Como hemos visto los últimos años las inversiones en proyectos de petróleo han bajado mucho, desde unos 50 FIDs (Decisión Final de Inversión) anuales hace unos años a 25-30 FIDs en los últimos 2 años. En 2022, con precios de petróleo y gas altos solo se aprobaron 28.

Cualquier grafico de inversiones del sector refleja una infra inversión muy importante desde 2014: eso era normal por los bajos precios, pero llevamos dos años de precios altos y la inversión sigue muy deprimida. ¿Por qué? Hay principalmente tres factores nuevos, la **disciplina** del sector que ha aprendido lo que significa generar retornos; el **factor ESG**, que complica enormemente cualquier proyecto contaminante o emisor de gases y finalmente la **opinión generalizada de que estamos en peak demand**.

Oil & gas field development capex

Global (\$bn)



Source: Rystad Energy, Morgan Stanley Research

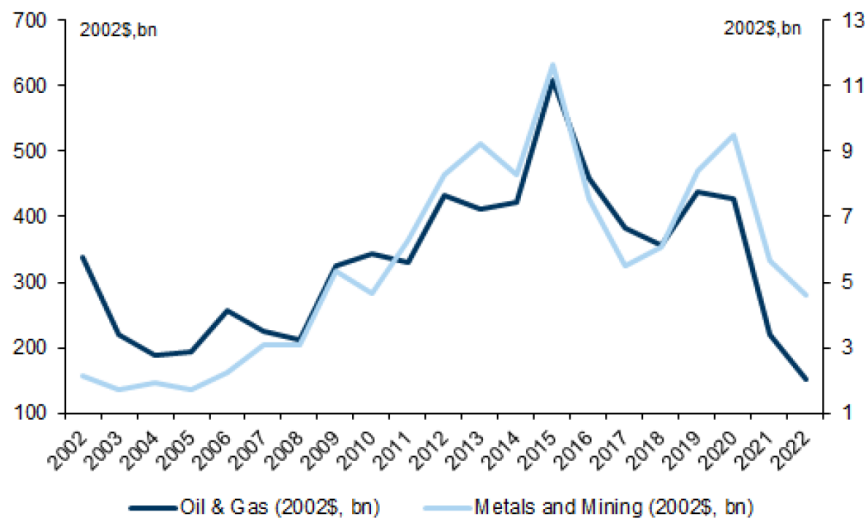
Nos sorprendió mucho el dato de 28FIDs en 2022, pero más sorprendente aún son las TIRs a la inversión de esos 28 proyectos: una TIR del 28%, muy superior al histórico 15% usado por las empresas para aprobar los proyectos. El coste de capital por tanto ha subido mucho para compensar los tres temas mencionados.

Grosso modo una TIR que casi ha doblado, sería equivalente a un precio del petróleo muy superior a los 80/90\$ por barril que nosotros utilizamos: aproximadamente 150 por barril. ¿Será este el precio que el sector necesita para que la inversión empiece a crecer? Desde luego 80/90\$ no son empíricamente suficientes, y el precio tiene que ser muy superior (y además estable) para atraer al capital.

Con el cobre pasa otro tanto de lo mismo

En nuestras estimaciones de oferta y demanda del sector del cobre los números sugieren que hay oferta suficiente para satisfacer a la demanda hasta 2025 (en términos amplios) pero que después se abre una brecha enorme, con un déficit estructural importante: según Freeport McMoran se necesitarán 50m de toneladas de cobre en 2050, cuando actualmente se producen 22 millones. Si lo anualizamos es equivalente a un crecimiento de 1m de toneladas anuales (obviamente no será lineal, pero como observación sirve), lo que compara con un crecimiento de la demanda en las últimas décadas de entorno a 500,000 toneladas al año.

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



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Baker Hughes

Vamos a necesitar nuevas minas, pero también aquí nos topamos con barreras 1) riesgo país dado que la mayoría de las nuevas reservas están en países en desarrollo 2) **ESG, que como poco encarecen los proyectos y a veces los paran** 3) **impuestos al alza** dado que la mayoría de los Gobernantes ven los altos precios de las materias primas como excusa para subir impuestos.

El consenso sigue usando 3,5\$ la libra como precio de incentivo, condicionando todas las valoraciones del sector. La consultora *Wood Mackenzie* recientemente mencionaba 4\$ la libra como precio de incentivo y finalmente el CEO de Atalaya Mining, Alberto Lavandeira, nos comentaba que según sus números el precio es más bien 5\$/Lb.

Los modelos, las hojas de cálculo y las estimaciones son muy explicativos del potencial de valor del sector, pero el problema no está en los números. El problema es que no hay ni va a haber suficiente cobre para la transición energética. ¿Cómo hacemos los números entonces?

¿Porque hemos subido el peso de las salmoneras?

Cuando supimos que el Gobierno Noruego aprobaba un nuevo impuesto sobre los recursos (de unos 40 puntos) a mediados de 2022, no nos lo podíamos creer. Las acciones cayeron del orden de 35% en términos medios y el nuevo impuesto, a nuestros ojos, implicaba un cambio de régimen en el sector que lo hacía mucho menos atractivo.

Cuando actualizamos los modelos del sector **nos dimos cuenta de que las inversiones y la oferta iban a bajar de forma importante en Noruega, teniendo un efecto positivo en precios**, y de que una subida de precios de entorno al 20% compensaba bastante la subida de impuestos, a pesar de unas rentabilidades inferiores a las asumidas hasta entonces.

Decidimos empezar a comprar acciones de todas las salmoneras por este análisis y unas semanas después han salido noticias en prensa de una posible rebaja de esa tasa de impuestos a niveles más razonables. Tiene todo el sentido del mundo, en un mundo donde el sentido común es el menor e los sentidos (*Voltaire*).

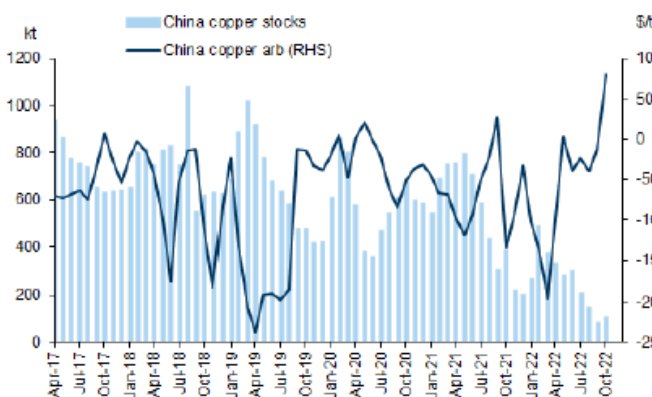
Estamos satisfechos con las compras, pero mucho más con las perspectivas del sector, que con un impuesto algo más alto, pero más equilibrado (de confirmarse las noticias), seguir siendo un sector muy interesante para SIA Funds.

Seguiremos *pescando a río revuelto*. Buenas noticias por una vez.

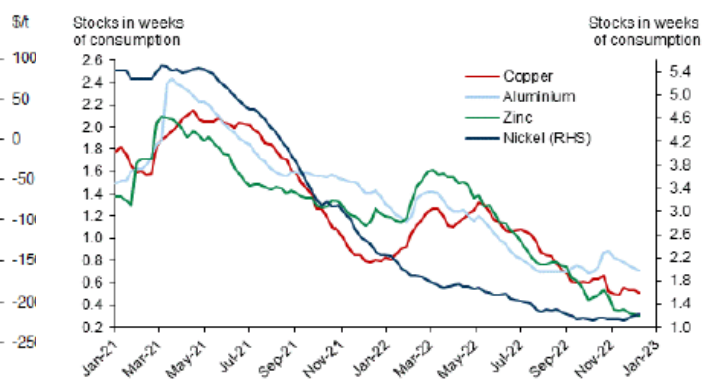
V. RECURSOS NATURALES EN PROFUNDIDAD *por Urs Marti*

En nuestro último informe destacábamos el **sentimiento/posicionamiento de mercado extremadamente negativo de la industria financiera debido al miedo a la recesión**. Esta situación se contradice con la información que obtenemos de los participantes en el mercado físico (mineros, comerciantes, consumidores). Los inventarios mundiales de metales, incluyendo China, se encuentran en mínimos históricos. Como podemos ver en los siguientes gráficos, el mercado físico está muy ajustado.

Scarcity of onshore inventory means risk skewed toward restocking



Global visible metals inventories



Source: Goldman Sachs

Como de costumbre, un posicionamiento tan extremo conduce a lo contrario de lo que espera la multitud. Las noticias sobre la relajación de las restricciones por Covid19 en China provocaron cierres de cortos y algo de estrés en los precios. Esperamos mucho más en los próximos meses.

La prensa sigue llena de noticias sobre el **renacimiento de la energía nuclear**. Estrategias de desarrollo a largo plazo, ampliación de licencias, reactivación de reactores y nuevas construcciones. India, Polonia, Arabia Saudí, Bélgica, Japón, Corea, Alemania, Suecia, Sudáfrica, Egipto, Holanda, Reino Unido, Hungría y China son sólo algunos de los países que han sido noticia en las últimas semanas. En resumen, el mundo entero se está dando cuenta de que necesita un aumento importante de la energía nuclear para mantener *la luz encendida* (para hacerse una idea del efecto de una política energética equivocada, basta con echar un vistazo al desastre sudafricano de Eskom).

Además de los planes para construir una central nuclear en Norilsk, Nornickel firmó un acuerdo con Rosatom para ampliar la flota de rompehielos de propulsión nuclear (hay que empezar a mirar bien el desarrollo de la Ruta Ártica...). Las centrales nucleares de tamaño reducido no son sólo una idea, sino que ya existen. Al contrario que Occidente, Rusia nunca ha abandonado la tecnología nuclear. Se recomienda echar un vistazo a la página web de Rosatom para ver el abanico de oportunidades que existen, no sólo en el campo de la producción de electricidad.

Durante 2022, la industria del uranio registró un aumento sustancial de la contratación a largo plazo. Se espera que el paso de la subalimentación a la sobrealimentación añada otros veinte millones de libras a la demanda. Kazatomprom tiene una posición neta de tesorería y completó la primera entrega transcaspiana de su JV Inkai con Cameco. El material llegó a la refinería Blind de Cameco en Canadá. Si la ruta principal a través de San Petersburgo dejara de estar disponible por cualquier motivo, el Corredor Medio a través del Mar Negro mitiga el riesgo para Kazatomprom.

En una primera reacción, al mercado no le gustó que Cameco adquiriera una participación importante en Westinghouse. En retrospectiva, la operación se verá de forma completamente distinta. **Cameco deja de ser una mera empresa minera para convertirse en un proveedor integrado de una amplia gama de productos y servicios para la industria nuclear**, justo al principio del mayor ciclo alcista. Mientras el mundo occidental descuidaba la industria nuclear, la rusa Rosatom ha desarrollado una posición dominante en el mercado. A modo de ejemplo, Rusia posee el 40% de la infraestructura mundial de conversión y el 46% de la capacidad total de enriquecimiento. La situación política ha provocado una reorientación irremediable de los productos rusos hacia el este mientras que Cameco tiene una posición de mercado dominante en el mundo occidental.

En el espacio agroalimentario, una de nuestras principales participaciones, Devro, recibió una OPA de una empresa alimentaria propiedad de una de las familias más ricas de Alemania. La oferta fue más de un 60% superior a la cotización y cercano a nuestro valor intrínseco. Esto demuestra que nuestro enfoque de capital riesgo para empresas cotizadas funciona. Las brechas de valor se cerrarán, es sólo cuestión de paciencia. El tiempo dirá cómo funciona en otros segmentos.

En el sector de la minería sigue muy vigente un proceso de concentración de largo plazo y se han producido dos operaciones recientemente: BHP-Oz Minerals y Rio-Turquoise Hill, además la disciplina de capital no muestra signos de cambio en un futuro previsible: disciplina tanto en capex como en adquisiciones. A modo de ejemplo, Glencore dejó claro que sólo le interesa añadir capacidad cuando los precios alcancen niveles en los que comience la destrucción de la demanda. (Para bienes con una curva de demanda inelástica, esto puede ser muy alto...)

En el sector del petróleo, **el anuncio de Chevron de recomprar casi una cuarta parte de todas sus acciones** ha sido ampliamente comentado. No hace falta una bola de cristal para ver venir estas cosas. Basta con mirar los flujos de caja y la relación con la capitalización bursátil, la deuda y las inversiones previstas, y ya está. Hay y habrá ejemplos mucho más extremos, como el de Petrobras, que pagó más del 60% de rentabilidad por dividendo el año pasado y Harbour que cotiza a 0,9 veces EV/EBITDA en 2023. La deuda restante desaparecerá en unos meses y el capex se está recortando debido a la situación fiscal en el Reino Unido.

Nuestra exposición al salmón se vendió en su mayor parte antes de que el Gobierno Noruego diseñase un nuevo impuesto (40 puntos más). Tuvimos algo de suerte al vender cuando las acciones se acercaban a valoraciones más exigentes. Hemos empezado a recomprar tras el batacazo bursátil de las salmoneras. El Gobierno noruego ya ha perdido más dinero por la mala subasta de licencias de lo que recaudará por el aumento de los impuestos. Con el régimen propuesto, las inversiones se desplomarán por completo. El resultado serán volúmenes más bajos y precios más altos. *Los precios son gratis, el capex cuesta dinero y trae problemas (un viejo credo de la leyenda de las materias primas Ivan Glasenberg.)* Nuestras estimaciones concluyen que el efecto impositivo se compensa con un quince por ciento de subida en los precios. No es tanto. La experiencia demuestra que un 1% por ciento en la oferta tiene un efecto multiplicador en el precio.

Marcos Hernández Aguado
José Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team

Febrero de 2023

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 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

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
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
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