S I A
Strategic Investment Advisors Group

Long Term Investment Fund

Newsletter

Dezember 2023

- *I. REZESSION? "Die Zukunft ist von Natur aus unvorhersehbar"* 2
- *II. OUT OF THE BOX von José Carlos Jarillo* 9
- *III. DER LTIF CLASSIC* 18
- *IV. DER LTIF NATURAL RESOURCES* 22
- *V. ROHSTOFFE – GEDANKEN von Urs Marti* 25
- *Rechtliche Hinweise* 28

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

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

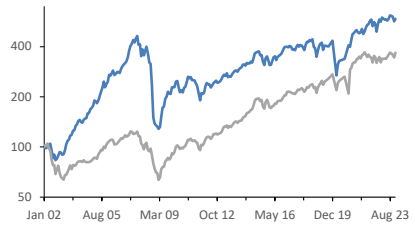


Abbildung 2: **LTIF Natural Resources EUR**
vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

"Buffett rät den Anlegern oft, die Ungewissheit anzunehmen, anstatt sie zu fürchten. Er räumt ein, dass die Zukunft von Natur aus unvorhersehbar ist, und erfolgreiche Anleger sollten darauf vorbereitet sein, durch Ungewissheiten zu navigieren."

Warren Buffett

Überblick über unsere Fonds

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

November 30, 2023	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM *(in mio)*
LTIF Classic [EUR]	587.37	-4.0%	0.9%	8.4%	92
LTIF Natural Resources [EUR]	141.33	-6.6%	-2.3%	1.9%	76

Quelle: SIA Group

I. REZESSION? "Die Zukunft ist von Natur aus unvorhersehbar"

Eine sehr milde Konjunkturabschwächung... vorerst

2023 war ein ziemlich seltsames Jahr: Einerseits erwarteten wir eine weitere Verlangsamung oder Rezession in den USA und Europa, andererseits eine Verbesserung der chinesischen Wirtschaft. Dies ist nicht eingetreten! Keines der beiden Szenarien hat sich bisher stark genug bewahrheitet, so dass wir immer noch **in demselben Grundszenario feststecken: eine weltweite Konjunkturabschwächung, die in einer Rezession enden könnte oder auch nicht.**

Daher verwalten wir unser Vermögen weiterhin mit Vorsicht – mehr Barmittel und weniger Zyklizität in den Portfolios, d. h. ein höherer Prozentsatz der Risikokategorien 1-2 – und halten unsere Angelrute bereit. Letzteres ist auf unsere umfangreiche Liste von Sektoren und Unternehmen zurückzuführen, in die wir im Falle einer Marktkorrektur, die in der Regel bei einer Verschlechterung der makroökonomischen Lage eintritt, investieren können. In diesem Fall werden wir, wie zuletzt im März 2020, erneut testen, ob eine Neugewichtung möglich ist, indem wir die überschüssigen Barmittel reinvestieren und Unternehmen der Kategorie 3-4 übergewichten. Es ist zwar etwas kontraintuitiv, aber je stärker die Korrektur ausfällt, desto mehr Geld werden wir verdienen. So einfach ist das; wir müssen uns nur auf unsere langfristige Perspektive konzentrieren. Wenn es keine Rezession gibt, umso besser, dann sollten wir unser durchschnittliches Jahresziel von 10 % wieder erreichen. In diesem Sinne ist es ratsam, sich an ein anderes berühmtes Buffett-Zitat zu erinnern. ***"Berkshire und seine langfristigen Aktionäre profitieren von einem sinkenden***

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Aktienmarkt genauso wie ein regelmässiger Käufer von Lebensmitteln von sinkenden Lebensmittelpreisen profitiert."

Aus makroökonomischer Sicht waren die Faktoren, die uns im Jahr 2023 überrascht haben, die Stärke des Dienstleistungs- und des Verbrauchersektors in den USA und in Europa, die sich vor allem aufgrund der Steuererleichterungen und des Post-COVID-19-Effekts besser als erwartet entwickelt haben, während der Immobiliensektor in China immer noch in den Abwärtszyklus eingetaucht ist, der im Jahr 2021 begann.

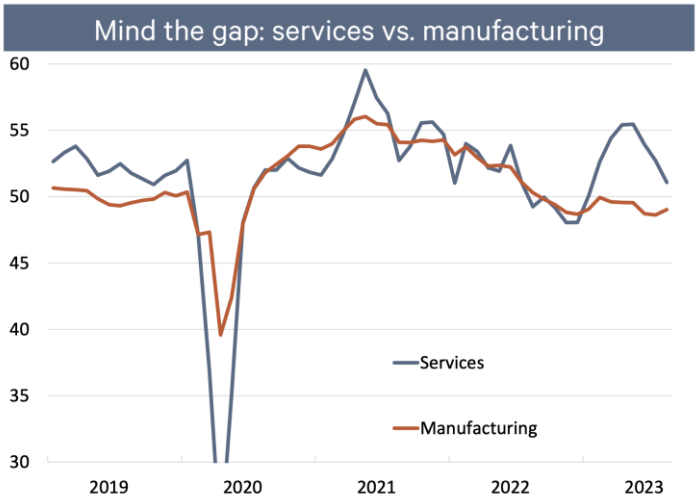
Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich nichts wirklich geändert hat und die Weltwirtschaft weiterhin eine leichte Konjunkturabschwächung erfährt. Wir halten an unserem Basisszenario fest: Einerseits ist die Konjunkturabschwächung in den USA und Europa noch nicht abgeschlossen, und niemand weiss, ob sie in einer Rezession enden wird oder nicht; andererseits hält China sein Wachstum durch zahlreiche Unterstützungsmassnahmen und öffentliche Investitionen in Infrastruktur und sozialen Wohnungsbau aufrecht.

Wie auch immer das Szenario aussehen mag, unsere Portfolios sind so aufgebaut, dass sie jede potenzielle Konjunkturabschwächung überstehen und – was noch wichtiger ist – von ihr profitieren können. Schliesslich riet Buffett den Anlegern, *die Ungewissheit anzunehmen, anstatt sie zu fürchten.*

Die PMI-Indizes des verarbeitenden Gewerbes schwächen sich weiter ab. Jetzt ist der Dienstleistungssektor an der Reihe

Die Grafik unten zeigt genau das, was 2023 in Europa geschah (mit einer ähnlichen Entwicklung in den USA): **Das verarbeitende Gewerbe und die Industrie schwächten sich nach Mitte 2022 allmählich ab, aber der Dienstleistungssektor liegt immer noch im positiven Bereich.**

Wir befürchten, dass wir noch nicht am Ende des Weges angelangt sind, denn **die Zinssätze brauchen Zeit, um sich auf die Ausgaben und den Verbrauch auszuwirken, während die fiskalischen Anreize, die sowohl den Verbraucher- als auch den Dienstleistungssektor gestützt haben** (Subventionen nach COVID-19 sowie Ersparnisse der privaten Haushalte und der Unternehmen), **fast aufgebraucht sind.** Unserer Ansicht nach werden wir noch mindestens zwei Quartale mit einer weiteren Verlangsamung zu tun haben.

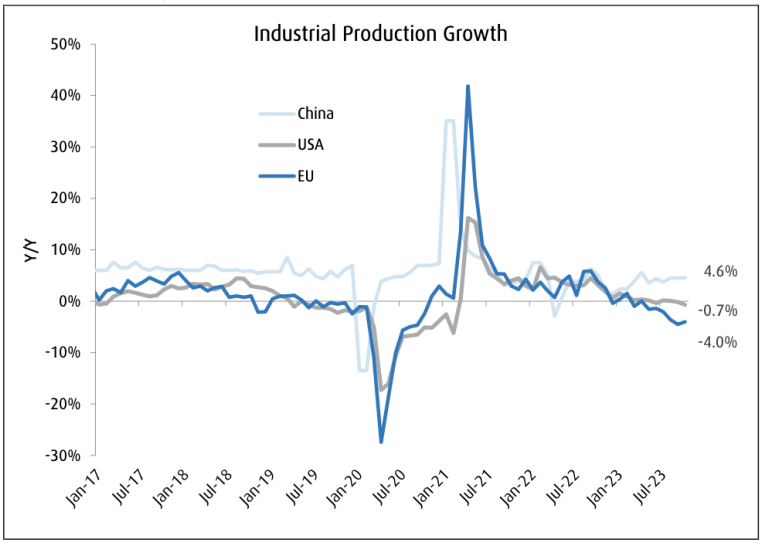


PMI survey data; values above 50 indicate economic expansion. Sources: S&P, JPM, Haver

Die folgende Grafik ist eine Momentaufnahme der aktuellen Situation **in der globalen Industrie im Dezember 2023. Sie zeigt eine negative Dynamik in den USA und Europa, während China im positiven,**

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

wenn auch schwachen Bereich bleibt. Unsere Analyse deutet darauf hin, dass es in den USA und Europa noch mindestens zwei Quartale der Verlangsamung gibt.

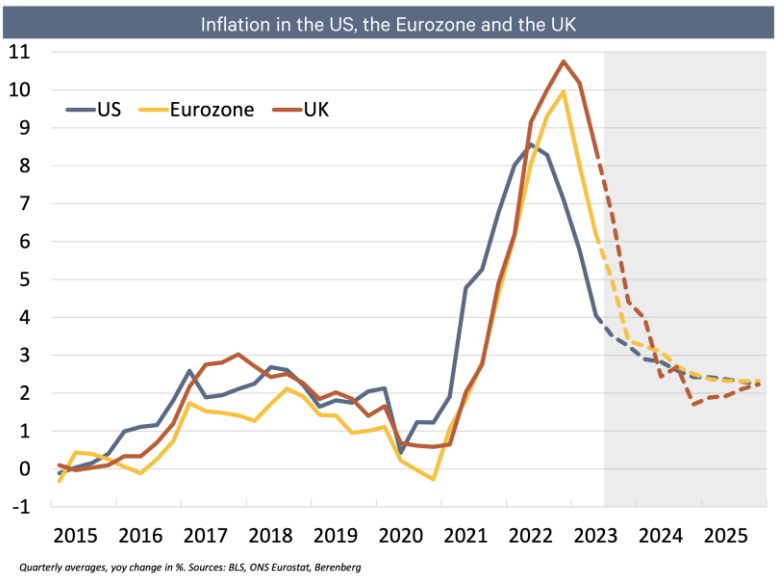


Source: BMO Capital Markets, Haver, Bloomberg. EU industrial production is a BMOCM estimate.

Normalisierung der Inflation und Zinssätze auf Höchststand

Unsere Inflationsschätzungen haben sich als korrekt erwiesen, und entgegen den Unkenrufen vieler Experten hat sich **die Inflation Anfang 2023 wieder auf ein akzeptables Niveau eingependelt**. Dies gilt auch für das Jahr 2024, in dem die Inflation in den USA und Europa nach unseren Schätzungen bei etwa 2,5 % liegen wird.

Aus struktureller/langfristiger Sicht **erwarten wir jedoch eine höhere Inflation in den Bereichen Arbeitskräfte, Energie und Lebensmittel; wir gehen daher davon aus, dass wir nicht zu dem Zinsniveau nahe Null zurückkehren werden, wie wir es im letzten Jahrzehnt erlebt haben.**

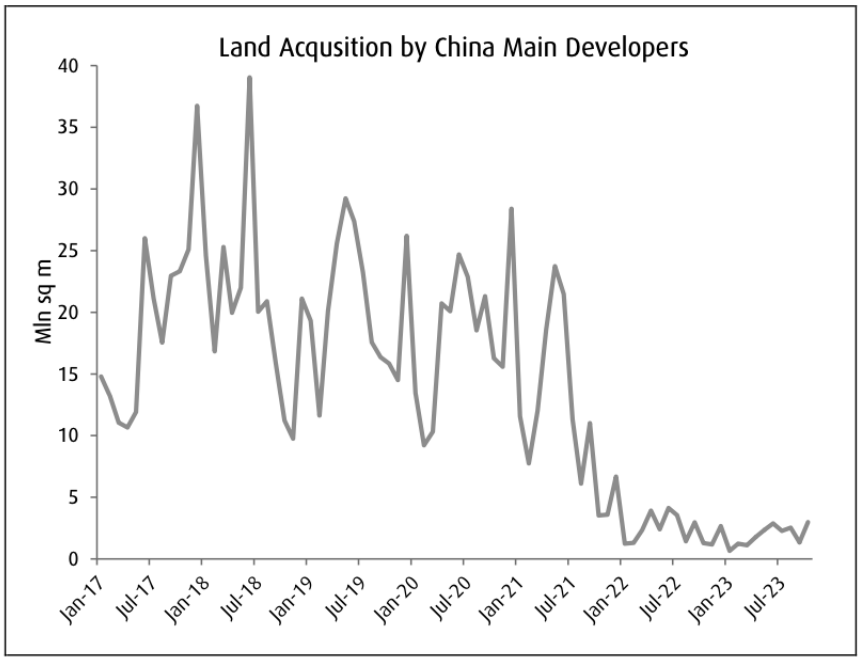


SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

China befindet sich in einer Erholungsphase, wenn auch mit Verzögerungen, und, was noch wichtiger ist, mit strukturellen Ungleichgewichten

China hat uns im Jahr 2023 enttäuscht, da wir geglaubt hatten, dass das Land nach dem COVID-19 eine stärkere Erholung einleiten würde. Die Realität sieht jedoch so aus, dass sich der Immobiliensektor immer noch in einem Abwärtszyklus befindet und der Wohnungsbau mit einer jährlichen Rate von 20 % zurückgeht. Angesichts der Bedeutung dieses Sektors in China ist uns klar, dass er einen gewissen Einfluss auf die Verbraucher hat. Darüber hinaus ist der ausländische Sektor träge, die ausländischen Investitionen in China gehen zurück, und der Bankensektor wendet bei der Kreditvergabe vorsichtige Kriterien an.

Auf der anderen Seite gibt es eine Vielzahl von Regierungsinitiativen zur Stärkung des Immobiliensektors, des Bankensektors, der Kommunalverwaltungen usw., und dies in einem Umfeld, in dem umfangreiche Investitionen in die Energiewende getätigt werden. **Hier stimmen wir dem Konsens zu, dass China in den nächsten zwei bis drei Jahren einen sanften Aufschwung erleben wird, schliessen aber einen wirtschaftlichen Zusammenbruch aus, da der Regierung viele Mittel zur Verfügung stehen.**



Source: China Real Estate Information Website, CEIC, BMO Capital Markets

2023 war ein seltsames Jahr

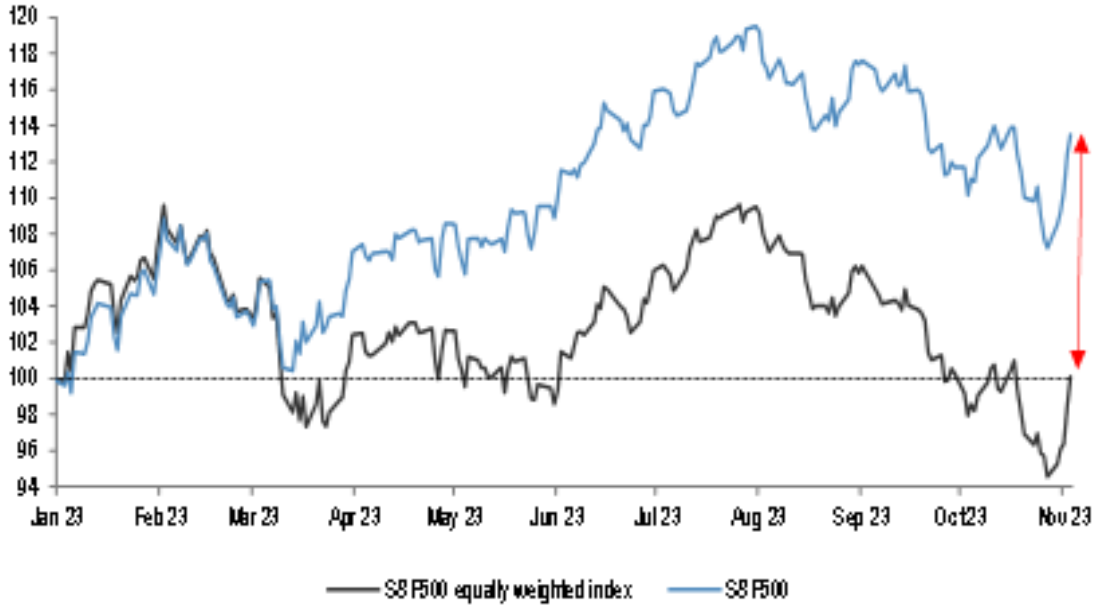
Betrachtet man die Jahresperformance der globalen Aktienmarktindizes, so scheint 2023 ein grossartiges Jahr gewesen zu sein (SPX +16%, Nasdaq +30%), aber die Realität sieht anders aus: **Der breite Aktienmarkt, bereinigt um die Big 7 oder Magnificent Seven, hat das ganze Jahr über mehr oder weniger stagniert**, mit grossen Einbussen in vielen Sektoren, einschliesslich Small Caps, Small Tech, Banken, Bau, Immobilien, Rohstoffe, zyklische Industrien und viele andere. Unserer Ansicht nach war das Jahr 2023 viel härter, als es auf den ersten Blick erscheint.

Diese Entwicklung ist nicht wirklich überraschend (wir haben sie schon oft erlebt) **und steht im Einklang mit einer überraschend starken Makroökonomie im Jahr 2023, insbesondere in den USA. Es gibt nichts zu beanstanden: Abgesehen von den Big 7 befindet sich Mr. Market im *Wait-and-See-Modus*, bis sich**

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

das Risiko einer Rezession verwirklicht oder nicht, was 2024 deutlich werden wird. Die folgende Grafik, die den SPX-Index mit seinem gleichgewichteten Äquivalent vergleicht, zeigt dies.

2023 performance S&P500 Equally Weighted – S&P500



Aus der Bewertungsperspektive ergibt sich wieder eine ähnliche Divergenz wie im Jahr 2021: **Die Big 7 werden mit einem KGV23 von fast 30 gehandelt, also in der Nähe des Allzeithochs, während der übrige Markt mit einem KGV von etwa 16 leicht unter dem langfristigen Durchschnitt von 17 liegt.**

Trotzdem sehen wir keinen Tech-Kollaps wie bei der Tech-Blase im Jahr 2000 voraus, da die meisten der Big 7 (Microsoft, Apple, Alphabet und Amazon) über grosse strategische Positionen verfügen. Bei Meta sind wir nicht in der Lage, uns eine Beurteilung anzumassen, Nvidia ist ein Halbleiterunternehmen, das von den Vorzügen der künstlichen Intelligenz profitiert, und Tesla ist unserer Meinung nach das schwarze Schaf der Big 7 (schwierige Zeiten und Bewertung). Doch ganz gleich, wie beständig diese Unternehmen sind, ihre Grösse wird es ihnen unmöglich machen, langfristig ein zweistelliges Wachstum zu erzielen, so dass ein KGV von 30 kaum zu rechtfertigen ist. Es ist Zeit für eine Anpassung, und es gibt viele negative Optionen.

Da wir uns dem Jahresende nähern, haben wir beschlossen, eine Reihe von Tabellen hinzuzufügen, die zeigen, wo wir in Bezug auf die Bewertung stehen. Wir können sehen, dass **Europa und die Schwellenländer mit einem Abschlag gehandelt werden, während es keinen geografischen Index gibt, der sich im Bereich einer Blase befindet.** Vorsicht ist geboten bei Ländern mit hoher Inflation und Risikoländern (Russland und Türkei), bei denen diese einfache/numerische Analyse nicht sehr aussagekräftig ist.

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Index	SPX	SXXP	NASDAQ	SHSZ300	BOVESPA	XU100	IMOEX	TOPIX
Price	4.547	456	16.027	3.581	126.000	8.000	3.200	2.367
P/E 24	**18,7**	**12,0**	**24,3**	**10,6**	**8,1**	**4,2**	**3,2**	**14,5**
Long Term P/E	17,5	19,0	25,0	17,0	16,0	10,5	8,0	18,0
P/B 24	**3,8**	**1,7**	**6,0**	**1,3**	**1,3**	**0,8**	**0,4**	**1,2**
Long Term P/B	2,8	1,8	4,2	2,0	1,3	1,4	0,9	1,3

Quelle: Bloomberg, SIA Funds

Auf der Sektorenseite sind **Value, Consumer, Healthcare/Pharma, Energie, Banken und Versicherungen die günstigsten Sektoren, und nur Technology ist im Vergleich zu seinen historischen Werten überbewertet.** Es passt alles zusammen.

Index	MXWO VALUE	MXWO GWTH	MXWO INDUSTRIALS	MXWO STAPLES	MXWO HEALTH	MXWO MATERIALS	MXWO ENERGY	MXWO IT	MXWO FINANCIALS	MXWO INSURANCE
Price	3.169	4.406	333	260	334	320	245	576	138	156
PER	**12,3**	**24,5**	**17,6**	**17,4**	**17,0**	**15,0**	**9,8**	**26,4**	**11,5**	**11,5**
Long Term PER	17,3	23,6	20,0	21,0	22,0	20,0	16,0	24,3	14,0	15,0
P/Book	**1,7**	**5,4**	**3,0**	**3,6**	**3,7**	**1,8**	**1,6**	**7,6**	**1,4**	**1,7**
Long Term P/B	1,7	3,5	2,6	3,9	3,8	2,0	2,0	3,6	1,5	1,4
IV	**4.590**	**4.628**	**361**	**301**	**399**	**359**	**475**	**469**	**200**	**249**
Upside	**45%**	**5%**	**8%**	**16%**	**19%**	**12%**	**94%**	**-19%**	**45%**	**59%**

Quelle: Bloomberg, SIA Funds

Der Classic ist im Jahresvergleich um +4% gestiegen, gegenüber +7% im September. Wir haben in 2 Monaten 3 Prozentpunkte verloren. Gut oder schlecht?

Der LTIF Classic hatte einen enttäuschenden Oktober und November mit einem Rückgang von 3 bis 4 %, der sich auf drei negative Nachrichten zurückführen lässt: Die Probleme von Raytheon und MTU Aeroengines mit ihrem GTF-Flugzeugtriebwerk, die schlechte Performance der Lachsunternehmen aufgrund niedriger Lachspreise und schlechter biologischer Bedingungen und die Probleme von First Quantum in Panama, wo der kürzlich mit der Regierung ausgehandelte Minenvertrag in Frage gestellt wurde.

Kurzfristig ist diese unterdurchschnittliche Wertentwicklung eine schlechte Nachricht, aber längerfristig ist sie eine gute Nachricht, denn dank der fallenden Preise können wir zu viel günstigeren Preisen reinvestieren und so den inneren Wert (IV) und IRR unserer Fonds verbessern (wir sind uns bewusst, dass diese Probleme nur kurzfristig sind und zu gegebener Zeit gelöst werden). Auch hier gilt, was Buffett sagte: *"Wir müssen denken, dass Berkshire* (in unserem Fall SIA Funds) *von fallenden Aktienkursen profitiert, wie ein Obstkäufer von fallenden Obstpreisen"*. **Es ist schwierig, sich zu freuen, wenn der Fonds etwas unterdurchschnittlich abschneidet, aber gerade dann generieren wir den besten Wert.**

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Wir sind uns darüber im Klaren, dass sowohl Lachs als auch Raytheon/MTU nur kurzfristige Probleme sind, die die Gelegenheit bieten, erstklassige Unternehmen billiger zu kaufen, aber im Fall von Cobre Panama ist das Risiko grösser. Es ist jedoch zu beachten, dass die panamaische Regierung den Vertrag mit Cobre Panama alle 5-6 Jahre neu verhandelt, so dass das, was derzeit geschieht, nichts Neues ist. Es stimmt, dass First Quantum einen gewissen Wert aufgeben muss (wenn auch sehr wahrscheinlich weniger als 60 % des Anteilsverlustes), und dass das Risiko eines schwarzen Schwans besteht, dass die Mine in staatliche Kontrolle übergehen könnte. Wie Édouard de Rothschild zu sagen pflegte (und Glencore ständig wiederholt): *"Man muss kaufen, wenn Blut in den Strassen fliesst"*, und dieses Sprichwort trifft sicherlich auf First Quantum zu.

Kürzlich warf ein potenzieller neuer Anleger in unseren Fonds (von beachtlicher Grösse übrigens) **der SIA vor, dass sie nicht in der Lage sei, den Momentum-Faktor auszunutzen**, eine Aussage, die mich sehr überraschte und mir ein gewisses Unbehagen bereitete, da ich verstand, dass ich unsere Anlagephilosophie nicht ausreichend erklärt hatte, obwohl das Gespräch einige Stunden dauerte. In der Tat trifft dies auf die meisten unserer Anlagen zu, denn ein Mangel an Schwung macht die Aktien billiger, während ein Schwung sie teurer macht. Wir sind Value-Investoren und daher von Natur aus sehr konträr eingestellt. Daher kaufen wir geduldig MTU, Raytheon und Lachsaktien (und sind bereit, First Quantum zu kaufen), was eine völlige Abweichung vom Momentum und eine vollständige Ausrichtung auf den Wert darstellt.

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

II. *OUT OF THE BOX* von José Carlos Jarillo

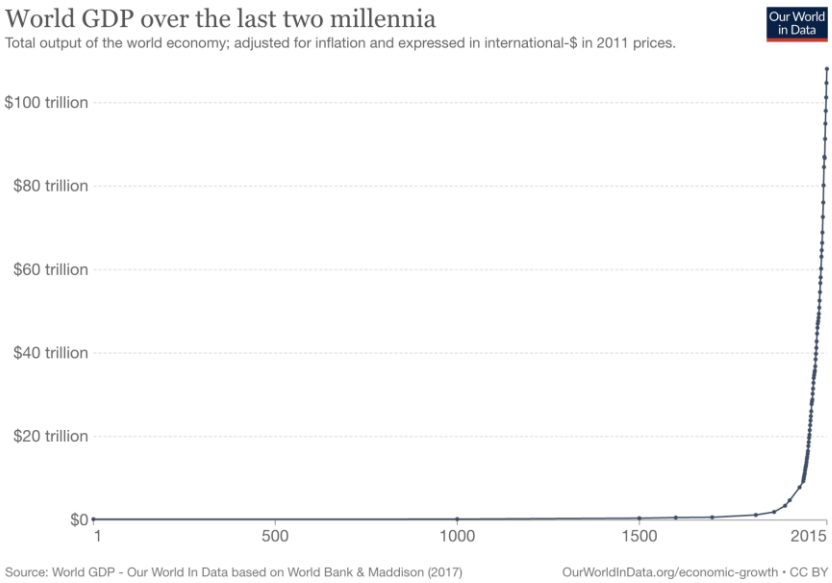
In den letzten Wochen hatten wir die Gelegenheit, in Zürich und Genf unsere Ansichten zu einem kontroversen, aber sehr **wichtigen Thema** zu präsentieren: **Peak Oil.**

Als Öl das letzte Mal knapp war (2008 erreichte es 148 Dollar pro Barrel, in heutigen Dollars mehr als 200 Dollar), wurde viel über das **Konzept "Peak Oil" gesprochen, das der Geologe Marion King Hubbert** in den 1950er Jahren **entwickelt hatte**, als er versuchte, zu bestimmen, wann das potenzielle Ölangebot seinen Höhepunkt erreichen würde. Doch als die Ölpreise 2014 zunächst auf 60 Dollar und dann 2020 auf 15 Dollar fielen, begann man von einer anderen Art von "Peak Oil" zu sprechen: Die Welt stand tatsächlich vor dem "Peak Oil Demand".

Dies ist natürlich ein sehr wichtiges Thema für Investoren in Rohstoffe und - angesichts der Bedeutung des Erdöls für die Weltwirtschaft - für Investoren im Allgemeinen. **Steht einer dieser "Spitzenwerte" wirklich unmittelbar bevor? Und wenn ja, wann? Betrachten wir zunächst die Ölnachfrage und ihre wahrscheinliche Entwicklung und dann das Angebot.**

In früheren Newslettern und Präsentationen haben wir erklärt, dass **"Energie" nicht nur ein weiterer Sektor ist, sondern die Grundlage aller wirtschaftlichen Aktivitäten.** Ohne Energie im Überfluss könnten wir nicht 8 Milliarden Menschen ernähren, geschweige denn den Lebensstandard haben, den wir heute als selbstverständlich ansehen. Abbildung 1 zeigt, wie die Fähigkeit, eine bis dahin unbekannte Energieform (Kohle als Brennstoff für Dampfmaschinen) nutzbar zu machen, vor etwa 300 Jahren eine völlig neue Welt geschaffen hat.

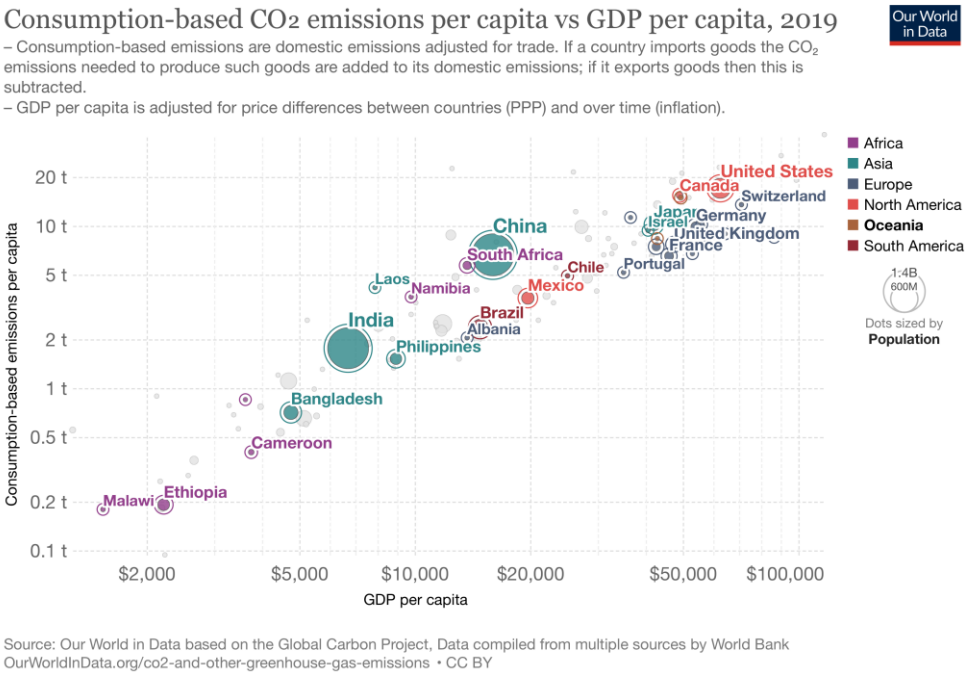
Abbildung 1: Ein grosser Regimewechsel



Aber natürlich ist die Nutzung von Energie nicht überall auf der Welt gleich: Einige Länder sind in diesem Prozess viel weiter fortgeschritten als andere. Daher zeigt Abbildung 2, dass **der Energieverbrauch, dargestellt durch die CO_2-Emissionen, und der Lebensstandard von Land zu Land sehr unterschiedlich sind, aber in hohem Masse miteinander korrelieren.** Sie sind eigentlich ein und dasselbe.

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Abbildung 2: Energieverbrauch und Lebensstandard korrelieren stark



Aber nicht alle Energie ist gleich. Einige Energiequellen können sich gegenseitig ersetzen. Elektrizität kann durch Kernenergie, Wind, Kohle, Gas usw. erzeugt werden. Die Inputs (und die Technologien) können sehr unterschiedlich sein, aber das Ergebnis ist das gleiche. **Es gibt jedoch eine Energiequelle, die sehr schwer zu ersetzen ist: Erdöl. Der Grund dafür ist, dass Öl hauptsächlich für den Transport verwendet wird, und im Transportwesen ist die Energiedichte entscheidend**: Ein fahrendes Fahrzeug kann nicht etwas als Energie verwenden, das so schwer ist, dass es die Transportkapazität des Fahrzeugs einschränkt. Aus diesem Grund wird in Flugzeugen (wo das Gewicht entscheidend ist) Kerosin, das energiedichteste Erdölprodukt, verwendet und nicht Benzin oder Diesel. Im Laufe der Jahre wurde Erdöl nicht mehr für die Stromerzeugung verwendet, sondern für die Automatisierung und einige chemische Prozesse, bei denen es ein viel besserer Rohstoff ist als die Alternativen oder sogar der einzige, der technisch möglich ist.

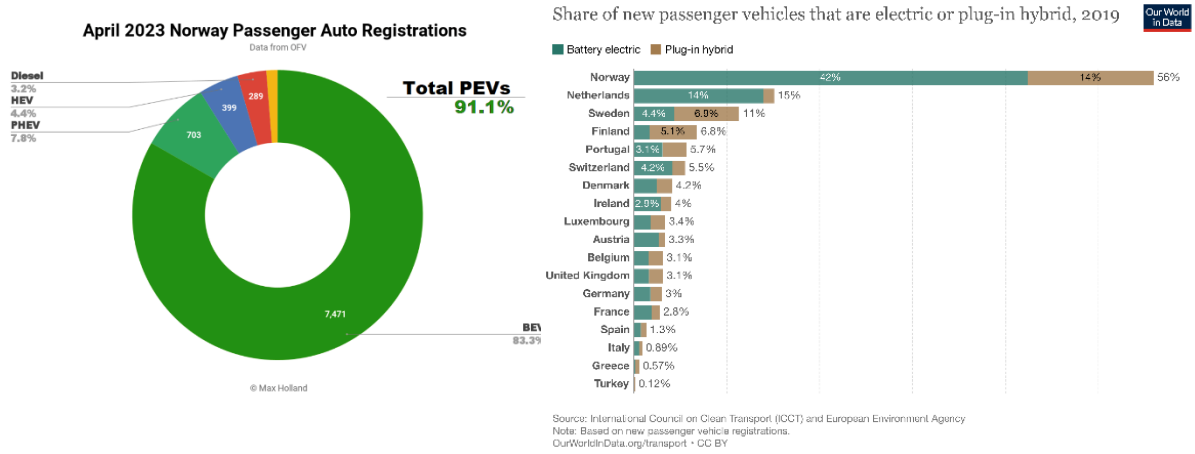
Diese Situation wird derzeit in Frage gestellt. **Die durch den Anstieg des CO_2-Gehalts in der Atmosphäre ausgelöste Beunruhigung hat die Regierungen dazu veranlasst, die Einführung von Elektrofahrzeugen (EVs) stark zu fördern, bis hin zum Verbot des Verkaufs von Verbrennungsmotoren (ICEs)** in relativ naher Zukunft (2035 in der Europäischen Union), es sei denn, sie werden mit "kohlenstoffneutralen Kraftstoffen" angetrieben, d. h. nicht auf Erdölbasis. **Dieser politische Vorstoss hat viele Menschen davon überzeugt, dass die Nachfrage nach Öl in den kommenden Jahren unweigerlich zurückgehen wird**, so dass Investitionen in Öl unrentabel werden. In den folgenden Zeilen werden wir versuchen, diese Behauptung mit Zahlen zu untermauern und zu prüfen, ob sie angemessen sind.

Wir können mit dem Land beginnen, das auf diesem Weg am weitesten fortgeschritten ist: Norwegen. Norwegen ist einer der grössten Wasserkraftproduzenten der Welt, kann sich selbst mit Strom versorgen und exportiert viel in seine Nachbarländer. Die Regierung hat eine ganze Reihe von Anreizen geschaffen, um die Menschen zum Umstieg auf Elektrofahrzeuge zu bewegen, wie z. B. ermässigte Steuern, Befreiung von Strassenbenutzungsgebühren, sehr niedrige Strompreise usw. Und das in einem Land mit einem sehr hohen Lebensstandard, in dem sich die Menschen die manchmal höheren Kosten für Elektrofahrzeuge leisten können, was nicht überall der Fall ist. Das Ergebnis ist nicht überraschend:

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

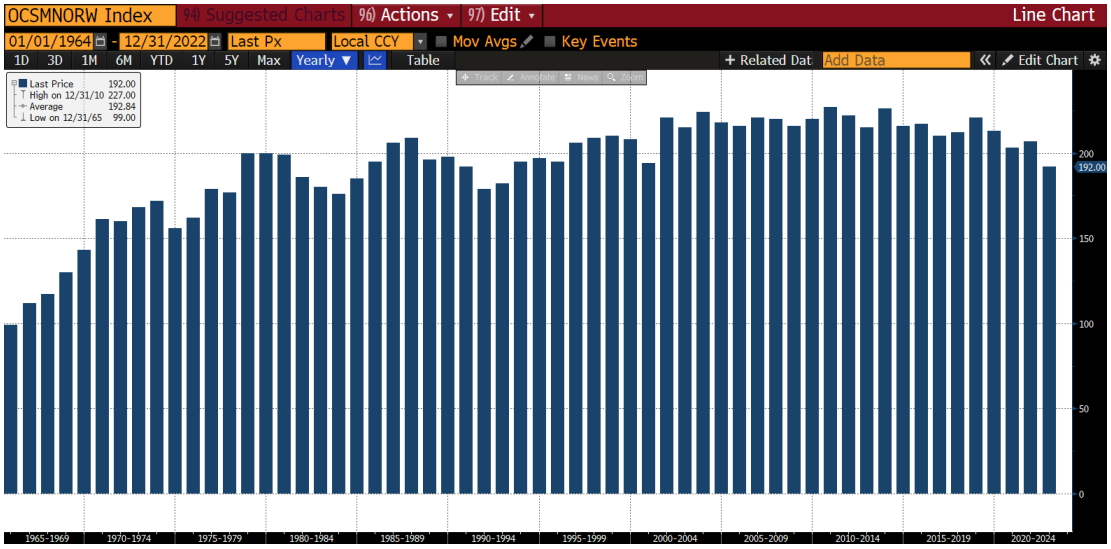
Die Menschen haben E-Fahrzeuge mit ganzem Herzen angenommen, wie wir in Abbildung 3 sehen können, aber nicht so sehr in anderen Ländern.

Abbildung 3: Verbreitung von Elektrofahrzeugen in mehreren Ländern



Diese norwegische Annahme mag nicht überraschen, aber etwas tut es doch: Abbildung 4 zeigt den Ölverbrauch Norwegens in den letzten Jahren. Er ist zwar gesunken, aber nur sehr geringfügig. Wie kann das sein, wenn mehr als 90% der Bevölkerung E-Fahrzeuge gekauft haben? Das Verständnis dieses Paradoxons wird uns einen deutlichen Hinweis darauf geben, wohin sich die Dinge im Rest der Welt entwickeln können, die sich in vielen Bereichen stark von Norwegen unterscheidet.

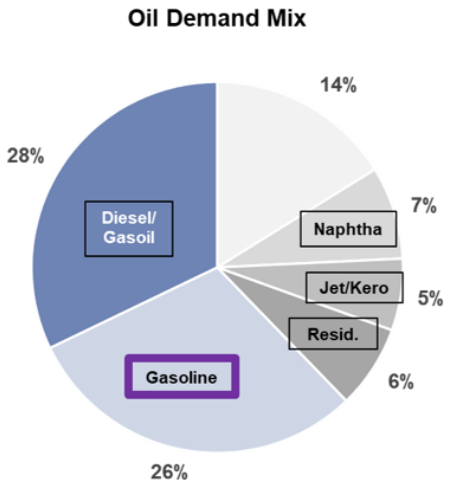
Abbildung 4: Gesamter Ölverbrauch in Norwegen



Erstens macht, wie Abbildung 5 zeigt, **Benzin (das Erdölprodukt, das die EVs ersetzen) nur einen Teil des Erdölverbrauchs aus. Die anderen Verkehrskraftstoffe (Diesel, Kerosin und Bunkerkraftstoff für Schiffe) sind wichtiger, während chemische und industrielle Anwendungen ebenso wichtig sind. Selbst wenn viele Menschen E-Fahrzeuge kaufen, verbrauchen Lastwagen, Flugzeuge, Schiffe und Fabriken immer noch genau die gleiche Menge Öl.** Sogar noch mehr, denn Transport ist gleichbedeutend mit Handel, und der ist gleichbedeutend mit Wirtschaftswachstum. Norwegens Statistiken zeigen das.

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Abbildung 5: Verwendung von Öl



Aber es gibt noch mehr. Autos halten sehr lange: Heutzutage etwa 20-25 Jahre, bevor sie verschrottet werden. Alle in diesem Jahr verkauften Autos machen nur etwa 5 % des weltweiten Gesamtvolumens aus. Wenn 10 % der Autos elektrisch angetrieben werden, hat dies einen Einfluss von 0,5 % auf das Gesamtvolumen der Autos in der Welt, was weniger ist als die Wachstumsrate der weltweiten Autoverkäufe.

Abbildung 6 zeigt ein sehr einfaches Modell, das dies verdeutlicht. Derzeit gibt es weltweit etwa 1 Milliarde Autos. Jedes Jahr werden etwa 100 Millionen Autos verkauft, und etwa 40 Millionen werden verschrottet. Die neu verkauften Autos werden 20 Jahre später verschrottet, und die Gesamtnachfrage steigt leicht an, da die weniger entwickelte Welt versucht, ihren Lebensstandard zu erhöhen. Schliesslich haben wir, nur um der Argumentation willen, eine relativ schnelle Einführung von Elektrofahrzeugen weltweit angenommen. Die Schlussfolgerung ist, dass die Gesamtzahl der benzinbetriebenen Autos weiter steigt, selbst wenn der Verkauf von E-Fahrzeugen weltweit eine fast vollständige Durchdringung erreicht (denken Sie daran, dass Lastwagen nicht elektrisch betrieben werden können, zumindest nicht mit den derzeitigen Technologien).

Abbildung 6: Schätzung der Gesamtzahl der ICE-Fahrzeuge auf den Strassen im Laufe der Jahre

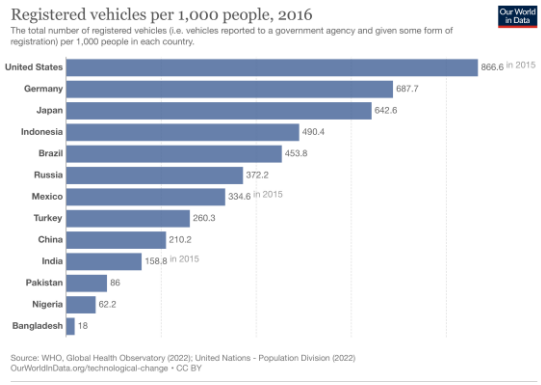
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Anfangsbestand	1 000	1 041	1 082	1 124	1 164	1 197	1 228	1 257	1 284	1 310	1 334	1 353	1 367	1 376	1 380	1 385	1 391	1 398	1 406
Verkäufe	85	90	95	97	99	101	103	105	107	109	111	114	116	118	120	123	125	128	130
EV %	5	8	10	12	20	22	24	26	28	30	35	40	45	50	50	50	50	50	50
Amort.	40	42	43	45	47	48	49	50	51	52	53	54	55	55	55	55	56	56	56
Δ Non-EV	81	83	86	85	79	79	78	78	77	76	72	68	64	59	60	61	63	64	65
Endbestand Non-EV	**1 041**	**1 082**	**1 124**	**1 164**	**1 197**	**1 228**	**1 257**	**1 284**	**1 310**	**1 334**	**1 353**	**1 367**	**1 376**	**1 380**	**1 385**	**1 391**	**1 398**	**1 406**	**1 415**

Selbst bei der bedrohlichsten Verwendung von Erdöl (benzinbetriebene Personenkraftwagen) wird die Nachfrage noch lange Zeit nicht zurückgehen.

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Aber es gibt noch mehr. Wie wir bereits sagten, unterscheidet sich ein Grossteil der Welt stark von Norwegen. Die Abbildungen 7 und 8 zeigen die Kfz-Zulassungen und den Pro-Kopf-Verbrauch an Erdöl in verschiedenen Ländern. Eines ist klar: Die Bürger der Länder am unteren Ende der Tabelle tun alles, um diese Zahlen zu erhöhen.

Abbildungen 7 & 8



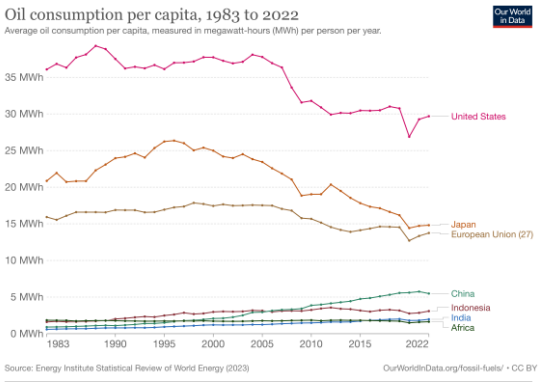
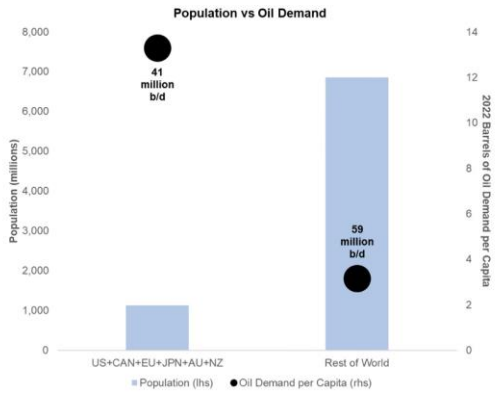
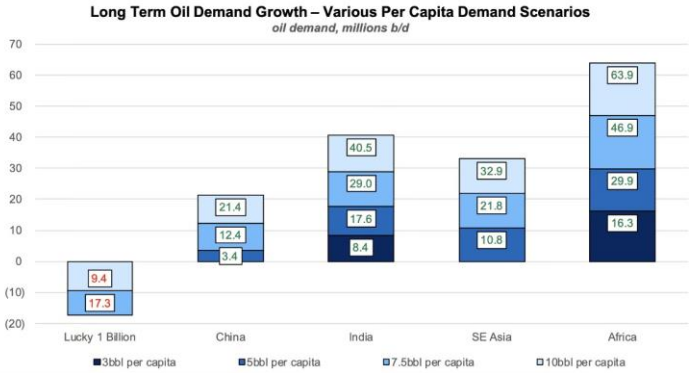


Abbildung 9 zeigt, wie sich der persönliche Ölverbrauch in fünf "Clubs" unterscheidet, die jeweils etwa 1,4 Mrd. Menschen umfassen: die "Glücklichen", sowie China, Indien, Südostasien und Afrika.

Abbildung 9: Die fünf "Öl verbrauchenden Clubs"



	(US, EU, CAN, JPN, AU, NZ) The Lucky 1 Billion	The 1.4 Billion People Club			
		China	India	SE Asia	Africa
Population (millions)					
2022	1,124	1,426	1,417	1,307	1,427
2050E	1,150	1,313	1,670	1,619	2,485
2022 Oil Demand (mn b/d)	40.9	14.6	5.3	11.4	4.2
2022 Oil Demand per Capita	13.3	3.7	1.4	3.2	1.1



Sie zeigt auch, was mit der Ölnachfrage geschieht, wenn die wirtschaftlich schwächeren Länder beginnen, sich zu entwickeln. Geht man nur von der demografischen Entwicklung und einem leichten Wirtschaftswachstum aus, so wird sich die Ölnachfrage in den nächsten 25 Jahren verdoppeln. Das kann wahrscheinlich nicht passieren (wir werden später sehen, warum), aber es ist klar, dass die Welt in den kommenden Jahrzehnten nicht einmal einen leichten Rückgang der Ölnachfrage erleben wird. Das widerspricht zwar der gängigen Darstellung, aber eine auf vernünftigen Annahmen beruhende Analyse zeigt genau das.

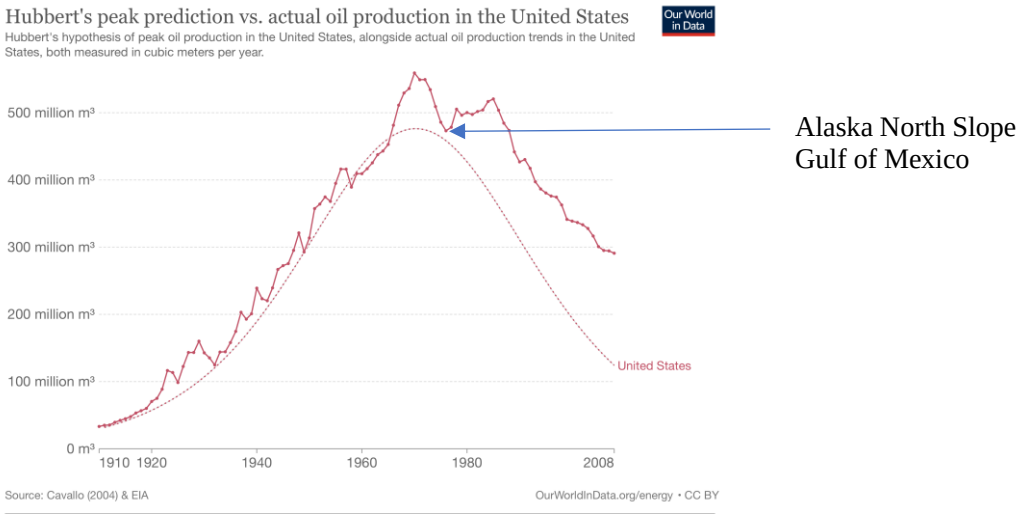
SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Wenden wir uns nun dem zweiten Teil der Frage zu: Wird es genug Öl für all das geben? Was ist mit "Peak Oil (Supply)"? Schauen wir uns auch an, was sich hinter diesem Begriff verbirgt.

Im Jahr 1956 schlug ein Shell-Geologe namens King Hubbert eine relativ einfache Idee vor: Wenn ein Ölfeld mit der Förderung beginnt, steigt die Produktion einige Jahre lang stark an, aber schliesslich nimmt die im Boden verbleibende Menge ab und damit auch die Produktion, bis das Feld "erschöpft" ist, d. h. es ist nicht mehr wirtschaftlich rentabel. Er ging noch einen Schritt weiter, als dies nur festzustellen: Er entwickelte eine Gleichung, mit der er den Zeitpunkt des Übergangs von einer steigenden zu einer sinkenden Produktion (den "Höhepunkt") abschätzte. Er ging davon aus, dass der Höhepunkt erreicht ist, wenn die Hälfte des ursprünglich enthaltenen Öls gefördert worden ist. Ausserdem ging er davon aus, dass diese Formel nicht nur für ein bestimmtes Ölfeld, sondern auch für eine ganze Ölförderregion oder sogar für ein Ölförderland gilt. Abbildung 10 zeigt seine 1959 veröffentlichte Schätzung für die Ölförderung in den USA. Sie war sehr genau in Bezug auf den ersten Höchststand, der 1970 eintrat und Hubbard einen enormen Ruf einbrachte.

Danach wurde im Golf von Mexiko und am North Slope von Alaska Öl entdeckt und gefördert. Nach einem Produktionsanstieg entsprach die Ölförderung weiterhin der erwarteten Kurve. Als das Öl 2008 knapp wurde, deuteten die Extrapolationen der Kurve auf einen endgültigen Rückgang der weltweiten Ölproduktion hin, mit allen möglichen schlimmen Folgen (das wäre in der Tat sehr schlecht für die Wirtschaft... oder sogar für die Zivilisation im Allgemeinen, wie im ersten Teil dieser Erläuterung gezeigt).

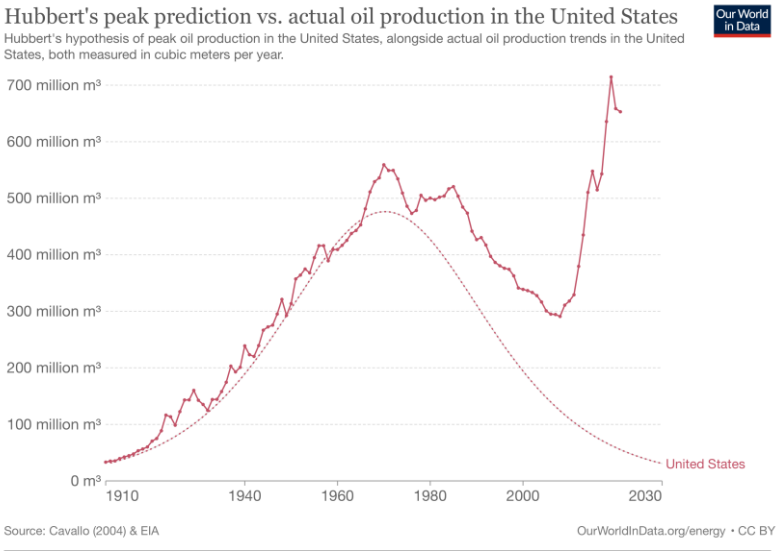
Abbildung 10: Ölförderung in den USA und Hubbert-Kurve



Eine der automatischen Folgen hoher Rohstoffpreise ist jedoch ein erneutes Bestreben, mehr von dem Rohstoff zu produzieren, auch mit Techniken, die in der Vergangenheit, als der Rohstoffpreis noch niedriger war, nicht als wirtschaftlich galten. So wurde in den folgenden Jahren "Schieferöl" entwickelt. Dabei handelte es sich um Öl, das Hubbard nicht als "Öl im Boden" bezeichnet hatte, weil seine Gewinnung sehr teuer war. Um dieses Öl zu erschliessen, wurden zwei bekannte Technologien (seitliche Bohrungen und Aufbrechen des unterirdischen Gesteins) kombiniert, um es endlich zugänglich zu machen. Dies war der Beginn der "Schieferölrevolution", wie in Abbildung 11 dargestellt. Schliesslich brach der Ölpreis angesichts der Überproduktion ein, und Hubberts Ideen wurden verworfen.

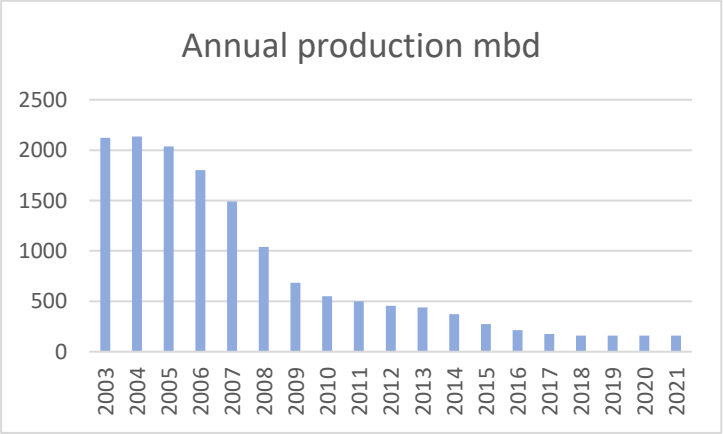
SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Abbildung 11: Schieferöl verändert die Kurve



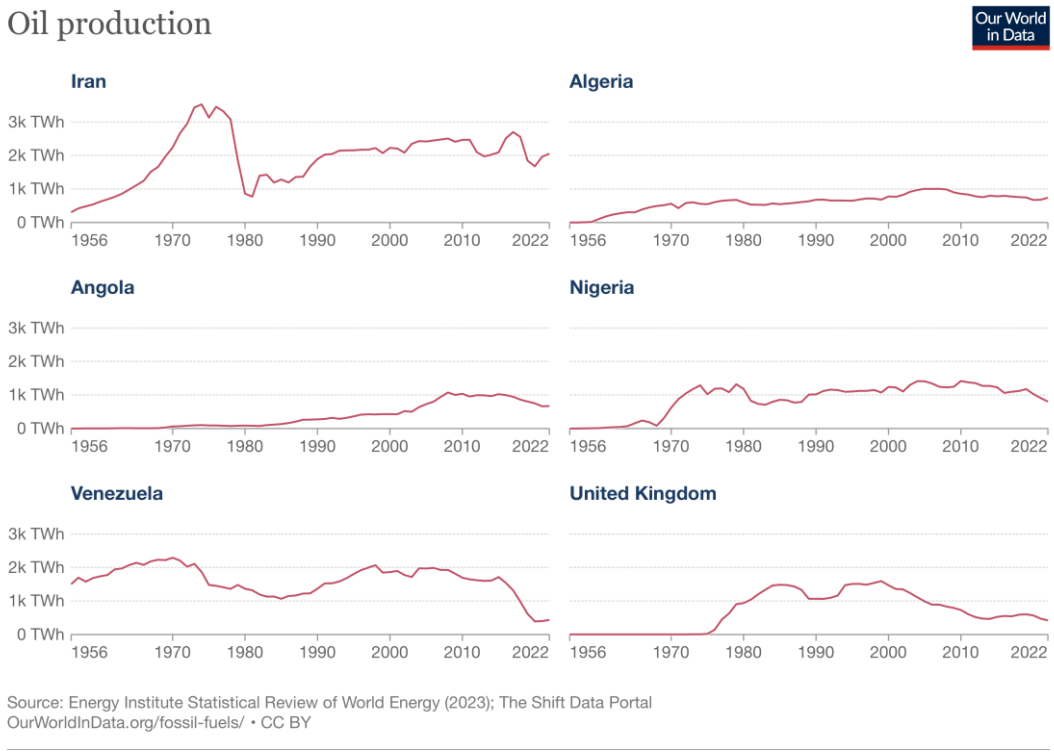
Die Erschöpfung ist jedoch ein unbestreitbares Merkmal von Ölfeldern: Sie sind irgendwann erschöpft. Abbildung 12 zeigt die Produktion eines Ölfeldes namens Cantarell im Golf von Mexiko. Es war einst das zweitgrösste Ölfeld der Welt (gleich nach Ghawar in Saudi-Arabien) und ist heute fast bedeutungslos geworden. Wie aus Abbildung 13 hervorgeht, ist dieser Rückgang der Produktion in vielen Ländern zu beobachten. Erdöl ist ein endlicher Rohstoff, und irgendwann wird alles aufgebraucht sein. Sind wir schon in der Nähe dieser Situation?

Abbildung 12: Ölförderung bei Cantarell



SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

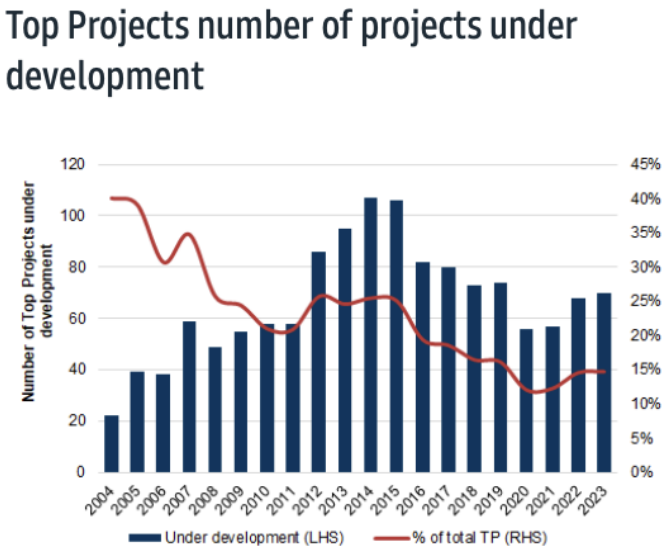
Abbildung 13: Ölförderung mehrerer Länder



Wie die Geschichte des Schieferöls zeigt, müssen wir verstehen, dass das Ölangebot keine Zahl ist, sondern eine Linie, die vom Preis abhängt. Bei einem Preis von 5 Dollar pro Barrel gibt es kein Öl mehr auf der Welt: Jedes Öl kostet mehr, als es zu fördern vermag. Bei einem Preis von 100 $ könnten die meisten der derzeitigen Operations noch eine ganze Weile weiterlaufen. Bei 200 $ werden Lagerstätten interessant, die derzeit nicht erschlossen werden, weil sie abgelegen oder sehr komplex sind (z. B. im Arktischen Ozean). Die Gesamtmenge an Erdöl auf der Erde ist natürlich begrenzt, aber wie viel davon wir tatsächlich nutzen können, hängt von der Technologie und dem Preis ab. Es werden nur wenige neue Entdeckungen gemacht. Die grösste Entdeckung der letzten 20 Jahre waren die Pre-Salt-Felder vor Brasilien. Es wird geschätzt, dass sie insgesamt 50 bis 100 Milliarden Barrel enthalten, von denen vielleicht die Hälfte zu "vernünftigen" Preisen gefördert werden kann. Zum Vergleich: Der Weltverbrauch für das Jahr 2023 liegt bei 35 Milliarden. Die zweitgrösste Entdeckung in Guyana enthält schätzungsweise zwischen 10 und 15 Milliarden Barrel. Kurzfristig sind die Investitionen in neue Ölförderanlagen - vielleicht aufgrund der oben erwähnten "Peak Oil"-Nachfrage - extrem niedrig, wie Abbildung 14 zeigt. Es liegt in der Natur der Branche, dass es mehrere Jahre dauern wird, bis die Produzenten ihre Produktion steigern können, sobald sie sich zu Investitionen entschliessen.

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Abbildung 14: Ausgaben für Erdöl weiterhin gedämpft



Zusammenfassend lässt sich sagen, dass unsere Analyse stark darauf hindeutet, dass der Höhepunkt der Ölnachfrage noch lange nicht erreicht ist, dass aber die Ölproduktion bei den derzeitigen Preisen in Frage gestellt ist. Das bedeutet nicht, dass die Ölpreise in der nächsten Woche nicht aufgrund von Rezessionsängsten oder Unstimmigkeiten in der OPEC fallen könnten. Die mittelfristige Richtung ist jedoch eindeutig, auch wenn sie volatil ist.

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

III. DER LTIF CLASSIC

Der LTIF Classic machte bis November +4%, etwas weniger als der fürs Jahr errechnete NAV (625 EUR, +10%)

Der LTIF Classic schloss im September mit einem Plus von 7 %, hatte aber im Oktober und November einen schweren Stand und schloss mit etwa +4 %. Das ist deutlich weniger als der SPX (+18%) und der Nasdaq (+45%) und entspricht eher der Entwicklung in Europa (+7%) und bei den Small Caps (Russell 2000 +2%). Auch die Wachstumswerte haben stark zugelegt (MSCI World Growth Index +30% bis November), während der Value-Index stark rückläufig war (MSCI World Value Index +2%). **Einen Monat vor Ende des Jahres liegt die Performance des Jahres 2023 etwas unter unserem Ziel, das Jahr mit einem Plus von 10 % bei 625 EUR je Aktie zu beenden.** Wie wir immer sagen, kümmern wir uns nicht um andere, sondern streben 10% pro Jahr an, genug, um die globalen Aktien langfristig zu schlagen.

Wie wir bereits erwähnt haben, sind es vor allem die Big 7 und grosse Technologieunternehmen (FAANGS), die zur Outperformance der Indizes beitragen, was die meisten Messwerte verzerrt. Viele Aktien sind in diesem Jahr im Minus (Small Caps, zyklische Werte, Industriewerte, kleine Technologieunternehmen usw.), was in den Indizes nicht berücksichtigt wird.

Aufgeschlüsselt nach Sektoren stechen im Classic Technologie, Zement und Finanzwerte positiv hervor, während Lachs, Luft- und Raumfahrt und Bergbau enttäuschten. Die Aktien, die in diesem Jahr um mehr als 20 % gestiegen sind, sind: Pandora, Buzzi Unicem, Heidelberg Materials und Salmar. Die Aktien, die um mehr als 20 % gefallen sind, sind: Raytheon, Leroy Seafood, Bakkafrost und ISS.

Wie immer nehmen wir ein ständiges Rebalancing unserer LTIF Classic-Positionen vor, indem wir die Aktien kaufen, die nach Überprüfung unserer Anlagethese fallen, und die Gewichtung der Aktien reduzieren, die stark steigen und sich unseren Zielen nähern. Die Auswirkungen sind überraschend, denn sie erhöhen den IV und den erwarteten IRR des Fonds. Es ist kontraintuitiv, aber je schlechter, d. h. je mehr unsere Aktien fallen, desto besser, weil wir billiger kaufen und den durchschnittlichen Kaufpreis senken.

Der aktualisierte IRR des Classic liegt bei 14,8% mit einem inneren Wert (IV) von 920 EUR pro Aktie

Die aktualisierte IRR des Fonds hat sich mit aktuell 14,8 % etwas verbessert, und auch der innere Wert ist auf 920 € je Anteil gestiegen. Der erwartete IRR von 14,8 % deutet darauf hin, dass der Fonds im Vergleich zu seiner historischen Handelsspanne (über 20 Jahre), die zwischen 12 % und 17 % lag, weder teuer noch günstig ist.

Damit der Classic mit einem IRR von 17 % gehandelt werden kann (unter der Annahme, dass Mr. Market in Panik gerät, wie z. B. bei den Tiefstständen vom März 2020 aufgrund der COVID-19-Krise), müsste der NAV auf etwa 425 Euro pro Aktie fallen, 30 % unter dem aktuellen Niveau. Auf diesem Niveau würden wir drei Dinge tun: die vorhandenen Barmittel investieren, die Risikokategorien 1 und 2 reduzieren, um die Risikokategorien 3 und 4 überzugewichten, und mehrere Unternehmen kaufen, die derzeit auf der Beobachtungsliste stehen und auf bessere Preise warten. Dies haben wir im Jahr 2020 getan, und seit dem Tiefstand im März hat sich der Fonds in 3,5 Jahren um das 2,5-fache erhöht. Wenn der Aktienmarkt korrigiert, gibt es in der Tat viel Unruhe und Stress, und einige Anleger ziehen ihr Geld ab, aber wir nutzen diese Momente, um so viel wie möglich zu kaufen.

Dies ist ein wenig anekdotisch, aber im Laufe der Jahre hatten wir das Glück, mehrere professionelle Anleger zu kennen, die ihre Investitionen wiederholt am Tiefpunkt des Marktes zurückgezogen haben und uns so geholfen haben, den Tiefpunkt zu erkennen. Es ist erstaunlich, wie beständig die Belastungsgrenze dieser Anleger ist und wie stark das Signal ist. Im Laufe der Jahre haben wir unsere internen Modelle (harte Daten) entwickelt, um diese Niveaus zu identifizieren, aber diese weichen Daten oder weichen Signale sind ebenfalls extrem konsistent.

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

42% des Classic in 10 Unternehmen

Nachstehend finden Sie eine Tabelle mit unseren 10 grössten Positionen. Wie üblich sind sie ziemlich konzentriert, aber auch gut diversifiziert.

LTIF Classic Top10 Holdings	
Grifols SA	7,3%
ISS A/S	5,3%
Pandora A/S	4,4%
Sodexo SA	4,1%
Unilever Plc.	3,7%
Medtronic Plc.	3,7%
Leroy Seafood ASA	3,5%
VISA Inc.	3,5%
Reckitt Beckinser Plc.	3,4%
Salmar ASA	3,3%
TOTAL	**42,2%**

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Investment Case des Quartals: Pandora

Wir haben einen alten Bekannten zu unserem Investment Case des Quartals gewählt: Pandora. Pandora ist aufgrund seiner massiven Kursschwankungen schon oft in unseren Investment Cases aufgetaucht, aber wir wollten ein wichtiges Ereignis hervorheben.

Pandora hielt im Oktober 2023 einen Investorentag ab, der uns verblüffte. In einem makroökonomischen Umfeld, das von grosser Unsicherheit geprägt ist, gab das Unternehmen einige überraschende Ziele bekannt: ein organisches Wachstum von 8 % pro Jahr 2023-26 (einschliesslich 3pp aus Eröffnungen) und eine operative Marge auf den Umsatz von 26-27 %. **Das Ergebnis dieser Prognosen bzw. Ambitionen ist ein EPS-Wachstum von 15-20 % in den nächsten drei Jahren** und eine Rendite des freien Cashflow von 20 % über drei Jahre (7 % pro Jahr zwischen Dividende und Aktienrückkauf). Das sind beeindruckende Zahlen, viel höher als wir in unserem DCF angenommen haben, mit einem Wachstum von 3 % und nachhaltigen operativen Margen von 25 %.

Die Aktie ist nach der Investorentag stark gestiegen, und es ist relativ einfach, Pandora anhand der neuen Ziele zu bewerten: **Wir kommen leicht auf eine Spanne zwischen 1300 und 1500 DKK pro Aktie, verglichen mit dem aktuellen Kurs von 900 DKK pro Aktie.**

Warren Buffett sagt immer, dass **man Unternehmensprognosen keinen Glauben schenken sollte, weil niemand die Zukunft vorhersehen kann und es ratsam ist, sich auf die aktuellen Zahlen zu konzentrieren.** Dem stimmen wir zu, aber der wichtigste Punkt war für uns nicht die Prognose, sondern der laufende strategische und qualitative Wandel des Unternehmens, den wir hervorheben:

1. Ein erstklassiges **Managementteam** unter der Leitung eines erstklassigen CEO, Alexander Lacik.
2. Starke **Marke** mit gut strukturierten Investitionen, um sie weltweit zu stärken.
3. **Ein Netz von Geschäften, die ständig renoviert werden,** mit geschulten Mitarbeitern, die ein einzigartiges Einkaufserlebnis bieten wollen.
4. **Fokus auf die Kernkollektion Moments,** die sich weiterhin gut entwickelt, sowie auf Armbänder und Anhänger, die das Hauptprodukt der Gruppe darstellen.
5. **Neue Kollektionen, die die Diversifizierung der Gruppe verstärken,** einschliesslich eines interessanten Potenzials in der neuen Diamonds by Pandora Kollektion, die auf im Labor gezüchtete Diamanten zu einem attraktiven Preis zurückgreift.
6. **Neues IT-System, einschliesslich eines neuen ERP,** das sich bereits in der Unternehmensführung bemerkbar macht.
7. Eine sehr klare **Digitalisierungsstrategie** mit 20 % des aktuellen Umsatzes über digitale Kanäle.
8. Eine gesunde **Bilanz**, die keine Schwachstellen in Bezug auf Vorräte, Vertriebskanäle, Franchising usw. aufweist.

Wir könnten noch viel ausführlicher auf die Strategie der Gruppe eingehen und darauf, wie sie sich in den kommenden Jahren weiter verbessern will. Unter *www.pandoragroup.com* finden Sie eine zusammenfassende Präsentation, die perfekt zu unserer Anlagephilosophie passt: gutes Geschäft, gutes Managementteam, gute Bilanz, und das alles zu einem sehr interessanten Preis (strategischer Wert), da Pandora mit einem KGV von 11x 2025 gehandelt wird.

Wir halten 4-5% des LTIF Classic in Pandora und schätzen beim aktuellen Kurs (900 DKK) eine Rendite von 13-14% und einen inneren Wert von 1200 DKK, mit der Möglichkeit, fast 17% zu erreichen - 1500 DKK, wenn die Prognosen des Unternehmens eintreffen. Geniessen wir die Fahrt und nutzen wir die Gelegenheit, noch mehr Aktien zu kaufen, wenn Rückschläge kommen (Rezession und geringerer Verbrauch in den Jahren 2023 und 2024).

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Pandora Group. Konsensus

	2023	2024	2025
PER	14,7	12,8	**11,1**
EV/EBIT	12,2	11,2	10,3
ROE	73%	82%	83%
FCF Yield (*)	7,1%	7,5%	7,9%

Quelle: Bloomberg, (*) SIA estimates

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

IV. DER LTIF NATURAL RESOURCES

LTIF Natural Resources: +2% ytd. bis November

Der LTIF Natural Resources lag bis September bei +13%, verlor aber im Oktober und November aufgrund einer schwachen Performance auf breiter Front den Grossteil seiner Gewinne. Der beste Sektor war im vergangenen Jahr der Bereich Infrastruktur (+11%), angeführt von Zement, gefolgt von Bergbau, der dank unseres Engagements in Uran um +2% zulegte. Die Sektoren Energie und Agrarnahrungsmittel verzeichneten beide einen Rückgang von -3% im Jahresvergleich aufgrund der niedrigeren Öl-, Gas- und Lachspreise im Vergleich zu 2022.

CNQ, Petrobras, Kazatomprom, Southern Copper, Cameco, Salmar, Heidelberg Materials und Buzzi Unicem sind alle um mehr als 20 % gestiegen. Auf der Negativseite stechen Harbour Energy, Panoramic, First Quantum, Leroy Seafood, Grieg Seafood und Bakkafrost mit Kursrückgängen von mehr als 20 % hervor. In ihrer Wertentwicklung sind Dividenden nicht berücksichtigt.

IRR von 15,6 %. Ein innerer Wert von 225 EUR pro Aktie, immer unter Verwendung von Schätzungen zur Mitte des Zyklus

Der aktualisierte IRR des Fonds liegt bei 15,6 % und der IV bei 225 Euro pro Anteil, wobei die Rohstoffpreise und die Bewertungsmodelle für Unternehmen in der Mitte des Zyklus zugrunde gelegt werden. Diese Werte zeigen, dass der Rohstoffsektor aufgrund der Angst vor einer globalen Rezession und der derzeitigen Schwäche der chinesischen Wirtschaft weiterhin auf niedrigem Niveau gehandelt wird.

Der Ölmarkt scheint im Gleichgewicht zu sein, wenn alles gut geht

Wir haben unsere Schätzungen von Ölangebot und -nachfrage für die nächsten zwei Jahre aktualisiert, wobei wir davon ausgingen, dass alles wie geplant verläuft (obwohl dies fast nie der Fall ist), und haben mehrere wichtige Schlussfolgerungen gezogen.

1) Das Angebot ist in den Jahren 2022 und 2023 aufgrund der hohen Ölpreise stärker gestiegen als erwartet, was vor allem auf Schieferöl aus den USA und den Iran zurückzuführen ist.
2) Der Ölmarkt scheint ab Dezember 2023 dank der Intervention der OPEC+, die nach unseren Schätzungen über eine effektive Kapazitätsreserve von rund 4 Mio. b/d verfügt, ausgeglichen zu sein.
3) Wir gehen davon aus, dass das Angebot (ohne die Rückkehr der OPEC+) in den Jahren 2024 und 2025 bei den derzeitigen Preisen (75$ WTI, 80$ Brent) um etwa 900.000 b/d steigen wird, was unter der Nachfrage liegen wird.
4) Die OPEC+ wird ihre Produktion in den Jahren 2024 und 2025 um jeweils 500.000 b/d erhöhen müssen, um die Versorgung des Marktes aufrechtzuerhalten.

	2022	2023E	2024E	2025E
Nachfrage m b/d	**100,0**	**102,0**	**103,5**	**104,5**
Wachstum m b/d		+2,0	+1,5	+1,0
Wachstum %		2,0%	1,5%	1,0%
Angebot m b/d	**99,5**	**102,0**	**103,4**	**104,8**
Wachstum m b/d		+2,5	+1,4	+1,4
Wachstum %		2,5%	1,3%	1,4%
Saldo	**-0,5**	**0,0**	**-0,2**	**0,3**

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

In der folgenden Tabelle sind die Nettobeiträge der wichtigsten Länder für die nächsten zwei Jahre zusammengefasst. Diese Produktionsschätzungen hängen natürlich von den Öl- und Gaspreisen ab, und in unseren Modellen werden, wie gesagt, 80 $ Brent und 3,5 $ MMcf HH-Gas zugrunde gelegt.

Relevante Nettobeiträger (Angebot) für 2004 & 2025

b/d	**2024E**	**2025E**
USA	300.000	300.000
Kanada	150.000	150.000
Brasilien	200.000	200.000
Venezuela	100.000	150.000
Iran	150.000	150.000
Russland	*100.000*	*100.000*
Saudi Arabien	*200.000*	*200.000*
Andere OPEC	*150.000*	*150.000*
TOTAL	**1.350.000**	**1.400.000**

Quelle: SIA funds

Dieses Szenario ist optimistisch, da es den Rückgang der Produktion (schätzungsweise 3-5 % pro Jahr) nicht berücksichtigt, der in den Prognosen der verschiedenen Länder in der Regel nicht enthalten ist. Wir ziehen auch nicht das Risiko mit ein, dass der Rückgang des Schieferöls früher als erwartet einsetzt und daher höhere Preise als die derzeitigen erforderlich sind, um die Produktion aufrechtzuerhalten.

Zusammenfassend schätzen wir, dass sich der Ölmarkt unter der Annahme eines makroökonomischen Szenarios einer Konjunkturabschwächung im Jahr 2024 vorerst in einer ähnlichen Preisspanne wie im Jahr 2023 bewegen dürfte, d.h. um 80 $ Brent. Bei diesen Preisen ist der Sektor immer noch sehr günstig und spiegelt keineswegs den Aufwärtszyklus wider, den wir für die nächsten 2-3 Jahre erwarten.

Erinnern wir uns daran, dass die Welt dank des Schieferöls (das vor einem Jahrzehnt erschlossen wurde und derzeit etwa 10 Mio. b/d liefert) **in der Lage war, 102 m/b pro Jahr zu verbrauchen, aber was wäre passiert, wenn es nicht gefunden worden wäre? Nun, wir werden es sehen, wenn die OPEC+ in 2-3 Jahren wieder ihre volle Kapazität erreicht.**

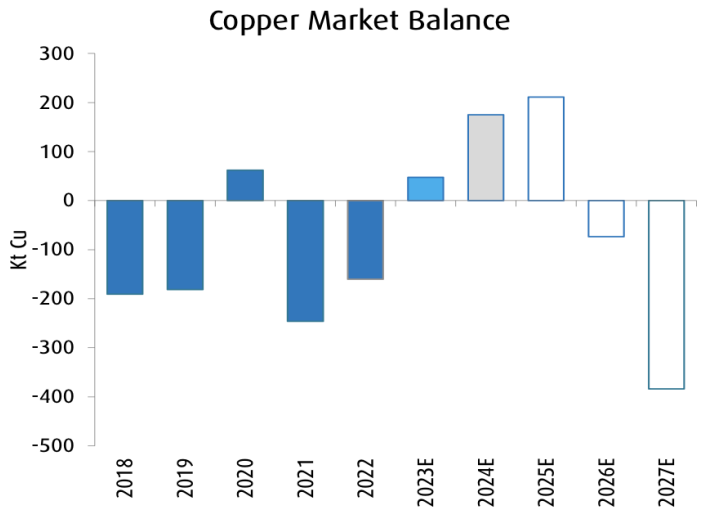
Kupfer wird stark steigen, wenn sich Chinas Wirtschaft erholt

Wir halten weiterhin eine starke Kupferposition im LTIF NR (23 %), und unsere Schätzungen zu Angebot und Nachfrage (die weitgehend mit denen der ICSG übereinstimmen) deuten auf Folgendes hin: **Es werden genügend Projekte entwickelt, um die Nachfrage in den Jahren 2024 und 2025 zu befriedigen, aber danach gibt es keine grossen Brownfields oder Greenfields mehr, was zu einem erheblichen Defizit führt, das durch die elektrifizierungsbedingte Nachfrage angeheizt wird.**

Sowohl Robert Friedman (Ivanhoe) als auch Alberto Lavandeira (Atalaya Mining) haben in jüngsten Gesprächen darauf hingewiesen, dass **der für die Erschliessung neuer Minen erforderliche Kupferpreis wesentlich höher sein wird als heute und über 5 $ pro Pfund Kupfer liegt.**

Unsere Zahlen deuten auf dasselbe hin, aber, was noch wichtiger ist, es gibt ein grosses qualitatives Problem: Wer wird 8-10 Milliarden Dollar für eine neue Mine in Peru, Chile, Panama, Kongo oder Sambia ausgeben? Oder gar in Alaska? Oder in Russland? Geopolitische Fragen, ESG, Steuern, Ressourcennationalismus und Länderrisiken machen Investitionen in neue Minen extrem schwierig. Das Ergebnis sehen Sie in der nächsten Grafik.

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch



Source: ICSG, BMO Capital Markets

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

V. ROHSTOFFE – GEDANKEN von Urs Marti

Marktteilnehmer bewerten Rohstoffe aufgrund von Rezessionsängsten weiterhin negativ

Die Finanzakteure sind derzeit so positioniert, dass sie auf der Abwärtsseite Geld verdienen können. In der Regel sind ihre Schätzungen falsch, und der Markt macht das Gegenteil. Die Rezession in der Industrie ist mehr als 1,5 Jahre alt, und die Industrie hat bereits Anfang 2022 damit begonnen, ihre Lagerbestände abzubauen. Die Eisenerzbestände in den chinesischen Häfen sind ein guter Indikator (auf China entfallen 55 % des weltweiten Stahls). Der Stahlmarkt ist im vergangenen Jahr um 4 % gesunken. Die globale Liquidität ist besser als angenommen, da die Zentralbanken in den Schwellenländern (80 % der Weltbevölkerung) die Straffung bereits im Herbst 2022 wieder rückgängig gemacht haben. Für jeden Schuldner gibt es einen Gläubiger. Die sogenannte "westliche Welt" leidet unter den Zinssätzen und der Inflation. Aber nicht alle befinden sich in der gleichen Lage. Indien erwartet im nächsten Jahr ein BIP-Wachstum von 6,4 %. Die Nettoexporteure von Rohstoffen erfreuen sich steigender Einkommen, Investitionen und einer gut funktionierenden Wirtschaft.

Die Regierungen sind weiterhin auf der Jagd nach Steuern. Anhaltende Unterfinanzierung

Die Energiesteuer in Österreich, die Steuern auf Banken in Italien und in den Niederlanden und die Abgaben auf Kohle in Australien sind einige Beispiele aus der jüngsten Vergangenheit für die Jagd der Regierungen nach Steuern (wenn so etwas in Ländern der so genannten Dritten Welt geschieht, ist der Aufschrei gross).

Das staatliche Unternehmen Codelco, der grösste Kupferproduzent der Welt, leidet allmählich unter den jahrelangen Unterinvestitionen, da die Produktion strukturell zu sinken beginnt. Es ist sogar die Rede von der Gefahr der Insolvenz aufgrund steigender Kosten und eines wachsenden Schuldenbergs (wir haben dieses Thema seit Jahren diskutiert). Diese Problematik wird sich für die meisten/vielen Rohstoffe noch verstärken. Glencore kündigte die Schliessung der Kupferproduktion in Mount Isa im Jahr 2025 an. Dabei handelt es sich um den grössten Industriekomplex in Australien und einen der grössten Zink- und Silberproduzenten der Welt. Es ist der zweitgrösste Kupferproduzent Australiens und war in den 80er Jahren für kurze Zeit das grösste Unternehmen in Australien.

Im Erdölsektor beschleunigen sich die M&A, ein typisches Phänomen in dieser Phase des Zyklus

Die Schulden wurden abgebaut, die Cashflows sind gut, und die Ausschüttung an die Aktionäre ist bereits hoch. In Anbetracht der Vorlaufzeit, der Investitionskosten, des Aufwands usw. ist es natürlich weniger attraktiv, ein Projekt von Grund auf neu zu beginnen, als einfach einen Vermögenswert zu einer günstigen Bewertung zu kaufen.

In diesem Sinne erleben wir eine intensive M&A-Welle mit Suncor (eine Position im Fonds), das den Anteil von Total an Fort Hills kauft, Exxon, das Pioneer kauft (eine Position im Fonds), und Chevron, das Hess kauft (eine Position im Fonds).

Andererseits steht die gesamte Energiewendeblase auf dem Prüfstand (Orsted, US-amerikanisch-britische Offshore-Windkraft, Subventionen, Kernenergie...). Die ganze Idee ist ideologisch motiviert und widerspricht den Gesetzen der Schwerkraft und der Realität. Die Investoren/Regierungen werden endlich aufwachen und ihre Bereitschaft, Gelder in die Energiewende zu stecken, wird massiv angepasst werden müssen (steigende Kapitalkosten lassen die Menschen immer genauer kalkulieren).

Die Aktien von First Quantum brachen angesichts der Angst vor einer Verstaatlichung ein. Neuwahlen im April

Normalerweise neigt der Aktienmarkt dazu, negative Nachrichten extrem zu diskontieren. In Norwegen haben sich die Lachsaktien halbiert, aber im Falle von Mowi dürfte der Steuereffekt bei etwa 12 % liegen. Cobre Panama macht die Hälfte von First Quantum und 6 % des BIP von Panama aus. Es ist nicht so einfach, ein nordamerikanisches Unternehmen zu enteignen, ohne dass es zu massiven

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Gegenreaktionen kommt. Abgesehen von den unmittelbaren Auswirkungen auf das BIP, die Steuereinnahmen und die Beschäftigung wird es noch viel weitreichendere Folgen geben.

Nordamerika ist mit einem Anteil von 26 % am gesamten Handel der grösste Handelspartner. Der USD ist die offizielle Währung in Panama. Die Wirtschaft stützt sich hauptsächlich auf den Dienstleistungssektor, insbesondere auf Handel, Gewerbe und Tourismus. Der Panama-Kanal ist eine der Haupteinnahmequellen des Landes. Nachdem er 85 Jahre lang von den USA kontrolliert worden war, wurde er 1999 an die panamaische Regierung zurückgegeben. Der Banken- und Finanzsektor ist eine weitere wichtige Quelle für Beschäftigung und Einnahmen. Auf ihn entfallen 10 % des BIP. Panama ist ein führender Offshore-Standort und die Heimat von mehr als 500.000 Unternehmen, was es neben Hongkong zum zweitbeliebtesten Gerichtsstand für Unternehmensgründungen weltweit macht.

Nach Angaben des IWF ist Panama das reichste Land Lateinamerikas. Zusammen mit Puerto Rico hat es das höchste Pro-Kopf-Einkommen. Die Freihandelszone Colon ist ein Freihafen in Panama, der für die Wiederausfuhr einer Vielzahl von Waren nach Lateinamerika und in die Karibik bestimmt ist. Es handelt sich um den grössten Hafen Amerikas und den zweitgrössten der Welt. Nach Hongkong ist er die grösste Freizone der Welt. Es ist sehr schwer vorstellbar, dass ein so kleines Land, das extrem von Nordamerika abhängig ist, den grössten Vermögenswert des Landes von Nordamerika enteignen kann (Kanada, das geografisch zwischen Alaska und dem Rest der USA eingeklemmt ist, ist wirtschaftlich vollständig integriert).

Einige Jahre lang machten die Uranproduzenten 10 % unserer Assets aus

Es gibt viele Präsentationen und Interviews auf unserer Homepage über die strukturelle Situation des Marktes. Der Uranpreis hat seinen Tiefpunkt bei 18 USD pro Pfund im Jahr 2019 gefunden. "Das Heilmittel für niedrige Preise sind niedrige Preise" ist ein bekanntes Zitat in unserer Branche. Die McArthur River-Mine von Cameco fördert 15 % Erzgehalt, was spektakulär ist und sie zur besten Uranmine der Welt macht. Selbst diese Mine hat Cash-Kosten von fast 30 USD. Das Unternehmen beschloss, die Mine zu schliessen, die Reserven zu sichern und auf dem Spotmarkt zu kaufen, um die Verträge zu erfüllen. Das Offensichtliche geschah, und angesichts des mangelnden Spotangebots geriet der Markt in Backwardation. Der Uran-Spotpreis stieg auf 80 USD.

Derzeit ist das Gegenteil der Fall. Cameco wird 18 Mio. Pfund zurückbringen, Kazatomprom 12 Mio. Pfund, und Langer Heinrich in Namibia weitere 6 Mio. Pfund. Dies entspricht einem zusätzlichen Angebot von 36 Mio. Pfund bis 2025 (das tatsächliche Minenangebot liegt bei 120 Mio. Pfund). Die

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Hälfte des weltweiten Angebots stammt von Cameco/Kazatomprom (Positionen im Fonds). Die andere Hälfte des Angebots ist schwieriger zu verfolgen, da es sich dabei um nicht börsennotierte Unternehmen wie Rosatom, Navoi in Usbekistan oder um Nebenprodukte z. B. aus der Kupfer-/Goldmine Olympic Dam von BHP handelt. Die Entwicklung dürfte sich jedoch kaum unterscheiden.

Bei einem KGV von rund 30 bei Cameco im Jahr 2024 und der Rückkehr der ersten stillgelegten Produktion könnte Uran eine gewisse Konsolidierung/Korrektur erfahren (das Gleiche haben wir in den letzten zwei Jahren bei anderen Metallen/Rohstoffen gesehen). Wir haben begonnen, unser Uran-Engagement zu reduzieren, insbesondere bei Cameco. Der Wert scheint eher in Rohstoffen zu liegen, die unter der industriellen Rezession gelitten haben und zu denen die Marktteilnehmer eine sehr negative Einstellung haben (Basismetalle, Eisenerz, Kohle, Aluminium, Öl, Gas usw.).

"Es ist nicht persönlich, sondern rein geschäftlich." So lautet ein berühmtes Zitat von Don Corleone (einer Figur aus der Belletristik). Wert ist dort zu finden, wo niemand beteiligt sein will, wofür es verschiedene Gründe gibt. Eines der Credos von Glencore (eine Position im Fonds) ist, dass man immer dorthin geht, wohin alle anderen davonrennen. So hat das Unternehmen seit dem Beginn des Klimawahns immer wieder Kohlewerte aufgekauft.

Kürzlich vereinbarte das Unternehmen den Kauf des Met-Kohlegeschäfts von Teck (eine Position im Fonds) für das 2,3-fache des EBITDA von 2023. Der Vermögenswert ist schuldenfrei. Hüttenkohle und Eisenerz sind die Rohstoffe für Stahl. Angesichts der Rezession haben sich die Preise für metallurgische Kohle mehr als halbiert. Im vergangenen Jahr erwirtschaftete dieser Geschäftsbereich ein EBITDA von mehr als 6 Milliarden (der Transaktionspreis beträgt 8,9 Milliarden USD).

Ein weiterer Bereich mit hohem Wert sind die europäischen E&P-Ölgesellschaften

Der Fonds hält eine Position in Harbour Energy und AkerBP. Laut Bloomberg wird Harbour 2024 ein EBITDA von 3,5 Mrd. bei einer Marktkapitalisierung von 2,2 Mrd. erzielen (das Unternehmen ist praktisch schuldenfrei)! In den dunklen Tagen (am Tiefpunkt) war es gut zu wissen, dass man nicht völlig allein war, wie Sam Zell, der am Tiefpunkt US-Energieanlagen aufkaufte.

Carlos Slim, einer der reichsten Menschen der Welt, hat vor kurzem einen Anteil von 5 % an Harbour erworben (angesichts seines geschätzten Nettovermögens von 90 Milliarden war der Preis für ihn ein Taschengeld). Glencore kündigte an, eine 400-Millionen-Finanzierung für Tullow Oil, ein weiteres britisches Ölunternehmen mit geringer Marktkapitalisierung, übernommen zu haben. Da es sich um ein viel kleineres Unternehmen mit einem potenziellen Schuldenproblem handelt, gehört es nicht zu den Positionen des Fonds. Laut Bloomberg erhält Glencore für die Finanzierung eine Rendite von 15 %, und dies für einen Vermögenswert, der mit dem 0,5-fachen EBITDA-Multiple von 2024 gehandelt wird. Entweder erhalten sie den Vermögenswert oder eine gute Rendite für das Darlehen.

Marcos Hernández Aguado
José Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team

Dezember 2023

SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

SIA Funds AG is an authorized Asset Manager of collective investment schemes, regulated by the Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA.

Email
info@s-i-a.ch

Phone
+41 55 617 28 70

Website
www.s-i-a.ch

Office
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Switzerland

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