S I A
Strategic Investment Advisors Group

Long Term Investment Fund

# Newsletter

## November 2024


- *I. 2024: ERWARTE DAS UNERWARTETE* 2
- *II. BEWERTUNGS-UPDATE. ES IST SCHWER ZU GLAUBEN, ABER DIE MÄRKTE SIND NICHT ÜBERBEWERTET* 6
- *III. WARUM IST NICHT JEDER EIN VALUE-INVESTOR? von Alex Rauchenstein* 8
- *IV. LONG TERM INVESTMENT FUND (LTIF) CLASSIC: +15% ytd auf 710 € pro Anteil* 10
- *V: INVESTMENT CASE DES QUARTALS: GRIFOLS* 12
- *VI. LONG TERM INVESTMENT FUND (LTIF) NATURAL RESOURCES: +12% ytd* 15
- *VII. DER ÖLMARKT: SO WEIT SO GUT. MITTELFRISTIG SIEHT ES SCHWIERIG AUS* 17
- *VIII. ROHSTOFFE: Gedanken von Urs Marti* 24
- *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

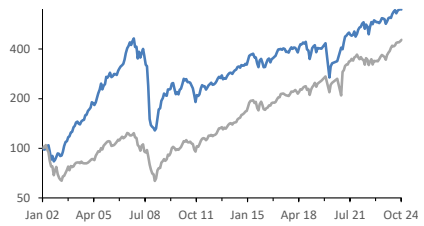



Abbildung 2: **LTIF Natural Resources EUR**
**vs.** S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

*"Prognosen mögen viel über den Prognostiker aussagen, über die Zukunft sagen sie nichts aus".*

**Warren Buffet**

**Überblick über unsere Fonds**

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

| 31. Oktober 2024 | NAV | Δ 3m | Δ 12m | Annualisierte Rendite (s.o.) | AUM *(in Mio.)* |
|---|---|---|---|---|---|
| LTIF Classic [EUR] | 694.59 | 1.7% | 22.3% | 8.9% | 109 |
| LTIF Natürliche Ressourcen [EUR] | 166.73 | -3.2% | 17.4% | 2.6% | 87 |

*Quelle: SIA-Gruppe*

## I. 2024: ERWARTE DAS UNERWARTETE

**2024 war ein ziemlich seltsames Jahr: Die meisten Aktienmärkte sind stark gestiegen, während sich die Weltwirtschaft inmitten einer Flut von geopolitischen Risiken weiter verlangsamt hat.** Wer hätte das gedacht? Dies zeigt einmal mehr, dass die Wirtschaft trotz einer gewissen Korrelation nicht der Haupttreiber der Aktienmärkte ist. In diesem Zusammenhang sei an Warren Buffetts Bemerkung über die tatsächliche Fähigkeit von Wirtschaftswissenschaftlern, Analysten und anderen Börsenteilnehmern erinnert, die Zukunft vorherzusagen: Null.

Wir von SIA haben ein makroökonomisches Basisszenario, das wir in unseren *Newslettern* zusammenfassen möchten, aber wir verwenden es nur, um unser Risikomanagement zu verbessern. In Wirklichkeit **sind wir Stockpicker und betrachten uns als langfristige Investoren in Unternehmen innerhalb eines Portfolios, das so aufgebaut ist, dass es jeden wirtschaftlichen Abschwung überstehen kann**, und das auf Kapitalschutz und eine angemessene Rendite von 10-12 % pro Jahr abzielt.

Wie bereits erwähnt, gab es Ende 2023 (und sogar davor) deutliche Anzeichen für eine mögliche globale Wirtschaftsrezession, die in der Regel mit starken Aktienmarktkorrekturen einhergeht. Dank der fiskalischen Unterstützung nach der Covid-Krise und vor allem der öffentlichen Investitionen hat die US-Wirtschaft jedoch positiv überrascht und die Erträge und Aktienmärkte in die Höhe getrieben. **Was wir für das Ende eines sehr langen Expansionszyklus (2010-2024) hielten, ist nicht eingetreten, und es scheint, dass wir uns immer noch in der letzten Phase dieses Zyklus befinden.**

**Es gibt mehrere sehr wichtige Faktoren, die darauf hindeuten, dass die Weltwirtschaft in eine neue Beschleunigungsphase eintritt:** Donald Trump und seine Fiskalpolitik (trotz der erwarteten Zölle), die Zinssenkungen, die verbesserte globale Liquidität und Chinas Bemühungen, sein Wachstum nach drei Jahren Immobilienkrise anzukurbeln, werden neben anderen Faktoren die globale Nachfrage und das Wirtschaftswachstum beschleunigen.

**Es gibt jedoch auch Risiken, die sich noch vergrössern könnten.** Wir heben drei davon hervor. 1) die Inflation, die nach einer Normalisierungsphase unter erheblichem Aufwärtsdruck stehen wird; 2) die öffentlichen



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

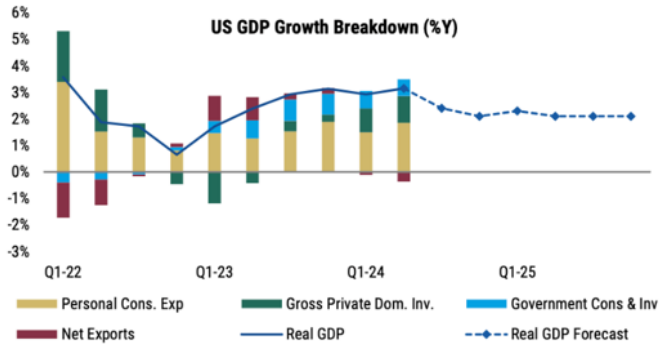
Defizite/Schulden, die strukturelle Massnahmen erfordern werden; und 3) der geopolitische Kontext bleibt kompliziert mit militärischen und Handelskriegen in einer Phase verstärkter Konfrontation zwischen dem Osten und dem Westen.

Wir fragen uns auch, ob der Einzug von Donald Trump ins Weisse Haus positive Auswirkungen auf den Krieg zwischen **der Ukraine und Russland sowie zwischen Israelis und Palästinensern** haben wird**.** Wir werden keine qualitativen Einschätzungen abgeben, aber die Chancen dafür sind jetzt grösser als noch vor ein paar Monaten**.**

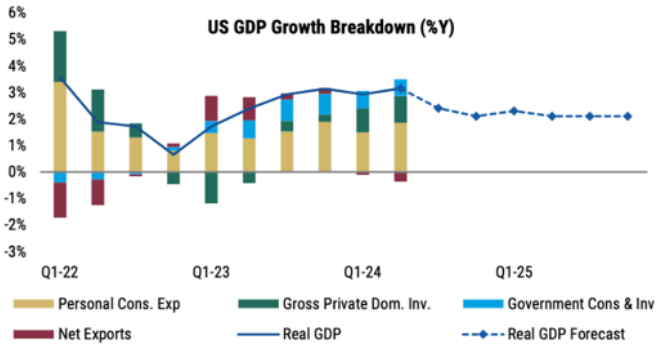
### Das makroökonomische Umfeld hat sich verändert: Die Weltwirtschaft ist bereit, sich zu beschleunigen

**Das makroökonomische Umfeld hat sich im Laufe des Jahres 2024 allmählich verändert**, beginnend mit der Angst vor einer möglichen Rezession, über die ständige positive Überraschung durch die US-Wirtschaft bis hin zu einem neuen Zinssenkungszyklus am Ende des Jahres. Der überwältigende Sieg von Donald Trump im November hat das Puzzle vervollständigt.

**Alle unsere Daten deuten darauf hin, dass die Volkswirtschaften der USA, Europas und sogar Chinas an Fahrt gewinnen werden**. Wir erwarten für die USA ein Wachstum von über 2 %, für Europa von etwa 1,5 % und für China mehr als die angestrebten 5 % (siehe Grafiken unten). Wir treten in eine neue globale Phase des Wirtschafts-wachstums ein, auch wenn dieses Wachstum angesichts der Ausgangsbasis nicht allzu stark ausfallen kann.



Source: BEA, Morgan Stanley Research forecasts as of September 06, 2024



Source: BEA, Morgan Stanley Research forecasts as of September 06, 2024

### Endlich ein neuer Aufwärtszyklus in der Industrieproduktion

**Unsere Schätzungen deuten auch darauf hin, dass die weltweite Industrieproduktion nach zweieinhalb Jahren der Verlangsamung die Talsohle erreicht hat** und dass die Phase des Lagerabbaus zu Ende geht. Wir rechnen mit einer Verbesserung des industriellen Produktionszyklus in den USA, Europa und China, die normalerweise zwei, drei Jahre dauert. Niedrigere Zinssätze, öffentliche Investitionen, Investitionen in die Energiewende, eine Verbesserung des Wohnungssektors und ein verbessertes Verbrauchervertrauen (Löhne, Zinsen) dürften den nächsten Aufwärtszyklus der Industrie beflügeln. Wir werden mit Handelskriegen zu kämpfen haben, die die USA wahrscheinlich beginnen werden, aber wir glauben nicht, dass dies ein Faktor sein wird, der den neuen Zyklus gefährdet.

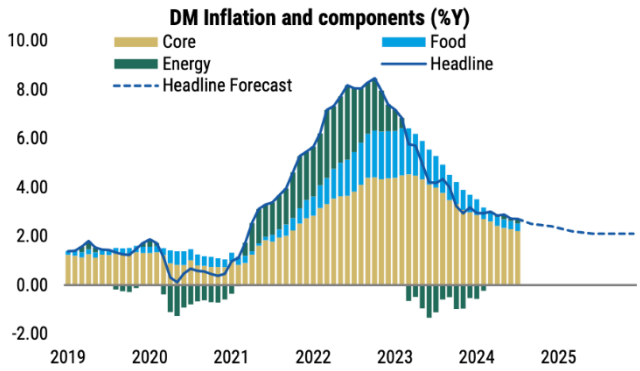


SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

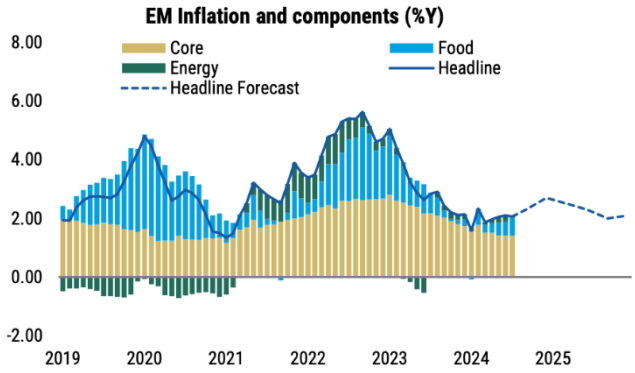
Source: BMO Capital Markets, Haver, Bloomberg. EU industrial production is a BMOCM estimate.

### Die Inflation nähert sich einem Tiefpunkt; Aufwärtsdruck ist im Anmarsch; wir wechseln ins bearishe Lager

Die Inflation nähert sich den Zielen der Zentralbanken, was eine gute Nachricht ist. Nach den jüngsten Ereignissen sind wir jedoch der Meinung, dass die Inflation in eine andere Phase eingetreten ist als die, die nach der Krise 2008/09 begann. In einem Umfeld von Arbeitskräftemangel und Einwanderungshindernissen, Energiewende und Wohnungsknappheit sind wir in eine Phase höherer struktureller Inflation eingetreten. Darüber hinaus werden die Trump-Regierung und die geopolitischen Spannungen mittelfristig zu einer höheren Inflation beitragen. **Daher glauben wir, dass sich die Inflation auf eine neue Periode klarer Aufwärtsspannungen zubewegt und die Zentralbanken damit jonglieren, sich dem 2 %-Ziel zu nähern, das sogar angehoben werden könnte.**



Source: Haver, Morgan Stanley Research forecasts as of September 06, 2024



Source: Haver, Morgan Stanley Research fas of September 06, 2024. EM inflation excludes Egypt, Turkey and Argentina. China's CPI weights are the ones inferred by Bloomberg

### China: leichte Verbesserungen

**China hat kürzlich (erneut) neue Konjunkturprogramme aufgelegt**, die sich wie folgt zusammenfassen lassen: 1) eine expansivere Geldpolitik; 2) fiskalische Unterstützung; 3) allmähliche Erhöhung der öffentlichen Investitionen; 4) Umstrukturierung der Schulden der lokalen Gebietskörperschaften und Erteilung der Genehmigung zur Ausgabe neuer Anleihen; 5) Sanierung oder Fertigstellung des im Bau befindlichen oder fertigen Wohnungsbestands. Wir wissen nicht, ob diese Pläne für eine spektakuläre Erholung ausreichen werden, aber eine Erholung ist nur eine Frage der Zeit. Sie wird eintreten, weil die chinesische Regierung über die nötigen Instrumente verfügt, um sie zu steuern. **Wir haben in den letzten drei Jahren in China einen Abwärtszyklus im Immobiliensektor erlebt** - ein Jahr länger als normalerweise erwartet.



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 chinesische Regierung hat klare langfristige Ziele und führt Schritt für Schritt strukturpolitische Massnahmen durch, um diese zu erreichen. Wir heben nur einige von ihnen hervor: 1) technologische Entwicklung, die das Land von einem Niedrigkosten- zu einem Wertschöpfungsproduzenten macht; 2) grössere Unabhängigkeit vom Ausland bei Rohstoffen und Energie; 3) Vorantreiben einer Energiewende, die darauf abzielt, in diesem Bereich führend zu sein; 4) Entwicklung von einer Bau- und Infrastrukturwirtschaft zu einer Dienstleistungs-/Internachfrage- und Technologiewirtschaft; und 5) Erhaltung der Macht der Kommunistischen Partei Chinas.

**Wie die folgenden Grafiken zeigen, sind die Zyklen der industriellen Lagerbestände und des chinesischen Immobiliensektors sehr niedrig.** Obwohl wir dazu neigen, Negatives zu extrapolieren, wenn alles negativ ist, kommen die Zyklen zu einem Ende. Wir glauben daher, dass sich die chinesische Wirtschaft in den kommenden Jahren beschleunigen wird.

Source: National Bureau of Statistics, Bloomberg, CEIC, BMO Capital Markets

Source: National Bureau of Statistics, CEIC, 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

## II. BEWERTUNGS-UPDATE. ES IST SCHWER ZU GLAUBEN, ABER DIE MÄRKTE SIND NICHT ÜBERBEWERTET

**Wir haben beschlossen, die wichtigsten Länder- und Sektorbewertungen zu überprüfen, um angesichts des Anstiegs der meisten Aktienindizes im Jahr 2024 und der verzerrenden Wirkung der *"Magnificent 7"* unsere Marktperspektiven nicht zu verlieren.** Um die Analyse so einfach wie möglich zu halten, haben wir uns entschlossen, nur die KGVs der verschiedenen Indizes für 2025 darzustellen, wie in den folgenden Tabellen angegeben.

Auf globaler Ebene gibt es mehrere relevante Schlussfolgerungen:

1) **Value ist billig** im Vergleich zu Growth, das weit über seinem historischen Durchschnitt gehandelt wird.
2) **Die amerikanischen Indizes sind am teuersten** und liegen über ihrem historischen Durchschnitt, werden aber von den Magnificent 7 und Tech gewichtet. Der gleich gewichtete SPX500 (SPW) wird mit 17,4x gehandelt und liegt damit unter seinem langfristigen Durchschnitt, was darauf hindeutet, dass der breite Markt nicht so teuer ist.
3) **Europa ist billig** und wird zum 13-fachen der Gewinne von 2025 gehandelt.
4) **Die Schwellenländer sind sehr günstig**, aber die geopolitischen Probleme bleiben ungelöst.
5) Aufgeschlüsselt nach Sektoren **wird** nur **der Technologiesektor mit einem deutlichen Aufschlag** gegenüber seinem historischen Durchschnitt **gehandelt**, während **Gesundheit, Materials, Energie und Financials insgesamt mit einem Abschlag gehandelt werden.**

1. ***Faktoren.*** *Value* ist eindeutig billiger als *Growth*:

| *MXWO-INDEX* | *VALUE* | *GROWTH* |
|---|---|---|
| ***PREIS*** | 3.866 | 5.730 |
| ***PER 2025*** | **14,7x** | 27,3x |
| ***HISTORISCHE PER*** | **17,3x** | 23,6x |

Quelle: Bloomberg, MSCI, SIA

**2.** ***Länder.*** Die regionalen MSCI-Indizes sind im historischen Vergleich nicht teuer:

| *Index* | *SPW* | *SPX* | *NDX* | *SXXP* | *SHSZ300* | *BOVESPA* | *TÜRKEI* | *RUSSLAND (*)* | *TOPIX* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Preis* | 7.416 | 5.973 | 21.100 | 510 | 4.104 | 129.680 | 9.100 | 3.123 | 2.742 |
| ***PER 2025*** | **17,4** | **21,9** | **26,3** | **13,1** | **13,3** | **7,5** | **4,0** | **2,5** | **14,7** |
| *Historische PER* | 18,5 | 17,5 | 25,0 | **19,0** | **17,0** | **16,0** | **10,5** | **8,0** | **18,0** |

Quelle: Bloomberg, MSCI, SIA (*) Bloomberg Juni-Schätzungen. November nicht verfügbar



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

3. ***Sektoren***. Technologie/IT ist der einzige Sektor, der über seinem historischen Niveau notiert:

| ***MXWO-Index*** | ***Industrial*** | ***Konsum-güter*** | ***Gesundheit*** | ***Materials*** | ***Energie*** | ***Tech*** | ***Financials*** | ***Versicherung*** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Preis* | 429 | 284 | 381 | 362 | 262 | 794 | 185 | 194 |
| ***PER25*** | **21,0** | **18,6** | **17,8** | **17,0** | **12,5** | **29,1** | **13,8** | **12,4** |
| *Historische PER* | 20,0 | 21,0 | **22,0** | **20,0** | **16,0** | 24,3 | 14,0 | **15,0** |

**Es ist erstaunlich, dass die Unternehmensergebnisse vor dem Hintergrund einer weltweiten Konjunkturab-schwächung so robust geblieben sind und im Durchschnitt nur zu begrenzten Abwärtskorrekturen bei Umsatz und Gewinn geführt haben**. Letztlich war der Abschwung mild und ohne strukturelle Probleme (weder in den Sektoren noch in den Ländern - immer im Durchschnitt).

Es ist wichtig, noch einmal auf den Strukturwandel hinzuweisen, der sich seit vielen Jahren vollzieht: **Die Rendite des investierten Kapitals börsennotierter Unternehmen (und damit börsennotierter Sektoren) steigt weiter an** und wird **2024 erneut Rekordwerte erreichen, die weit über ihrem historischen Durchschnitt liegen.**

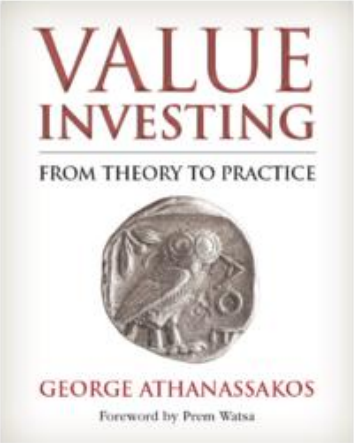
Diese Kapitalrenditen hängen von der Branchenstruktur und dem Wettbewerb ab. Sie ändern sich im Allgemeinen nur sehr allmählich und langfristig durch strukturelle oder regulatorische Veränderungen. Wir sind daher nicht der Meinung, dass die derzeit hohen Margen und Renditen ein Risiko für den Aktienmarkt darstellen, zumindest nicht kurz- bis mittelfristig, was bedeutet, dass der Aktienmarkt insgesamt nicht überbewertet 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. WARUM IST NICHT JEDER EIN VALUE-INVESTOR? *von Alex Rauchenstein*

Ich wurde eingeladen, am 17. Oktober auf der 4th European Value Conference in Athen zu sprechen. Prof. Dr. George Athanassakos vom Ben Graham Centre for Value Investing organisierte diese Konferenz an der Ivey Business School in Toronto, Kanada. Mein Geschenk war ein signiertes Exemplar von Prof. Athanassakos' faszinierendem neuesten Buch mit dem Titel "Value Investing from Theory to Practice".




Ich denke, dass dieses Buch mit seiner Verknüpfung von Theorie und Praxis das Potenzial hat, ein klassisches Nachschlagewerk für jeden Value Investor zu werden, sei es ein Student, ein erfahrener Fondsmanager, ein CEO oder ein CFO eines Unternehmens.

Ich möchte insbesondere das Kapitel 1.7 "***Warum ist nicht jeder ein Value-Investor?***" hervorheben**.** In diesem Kapitel erklärt George, warum nicht alle Anleger Value-Investing-Strategien anwenden. Dies ist angesichts der langfristigen Überlegenheit der Rendite sehr überraschend.

Seine wichtigsten Punkte sind:

1. **Glaube an die Markteffizienz**: Einige Anleger halten sich an die Hypothese des effizienten Marktes und glauben, dass die Aktienkurse bereits alle verfügbaren Informationen widerspiegeln, was die Suche nach unterbewerteten Aktien zu einem sinnlosen Unterfangen macht.

2. **Leistungsdruck**: Institutionelle Anleger sehen sich möglicherweise dem Druck ausgesetzt, kurzfristige Ergebnisse zu erzielen, was sie von der langfristigen Ausrichtung abhalten könnte, die Value-Investing erfordert.

3. **Mangel an Geduld:** Value-Investitionen erfordern oft einen geduldigen Ansatz, da es lange dauern kann, bis der Markt den inneren Wert einer Aktie erkennt. Vielen Anlegern fehlt die Geduld, auf diese Gelegenheiten zu warten.

**Seine wichtigste Schlussfolgerung lautet:**
**Obwohl sich Value-Investing immer wieder bewährt hat, wird es aufgrund einer Kombination aus psychologischen, institutionellen und pädagogischen Faktoren nach wie vor zu wenig genutzt.** Verhaltensmuster, der Glaube an die Markteffizienz, kurzfristiger Leistungsdruck, Ungeduld und mangelndes Wissen tragen dazu bei, dass Value-Investing relativ unbekannt ist.

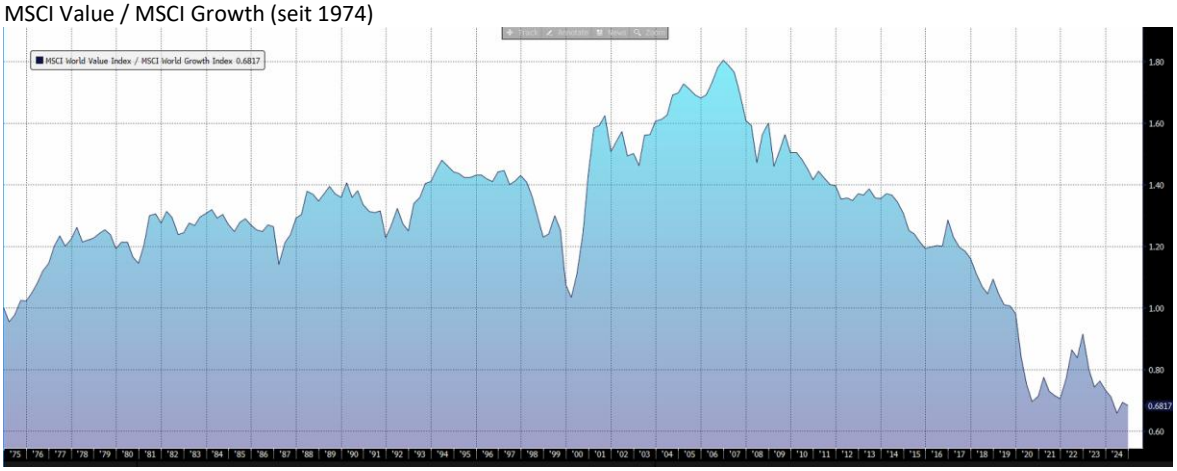
**Wer jedoch bereit ist, diese Hürden zu überwinden, dem bietet das Value-Investing einen leistungsfähigen Rahmen für den Aufbau eines langfristigen Vermögens**. Indem sie sich auf den inneren Wert konzentrieren und einen disziplinierten, geduldigen Ansatz verfolgen, können Anleger Marktschwankungen meistern und Chancen nutzen, die andere vielleicht übersehen.



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

**Letztendlich ist Value-Investing nicht nur eine Strategie, sondern auch eine Denkweise**, die Widerstandsfähigkeit, Unabhängigkeit und eine langfristige Perspektive erfordert. Für diejenigen, die diese Eigenschaften beherrschen, sind die Vorteile immens.

MSCI Value / MSCI Growth (seit 1974)




Georges Buch wurde 2022 veröffentlicht, aber wie Sie aus der obigen Grafik ersehen können, haben Value-Strategien immer noch mit dem schlimmstmöglichen Gegenwind zu kämpfen oder sind nach Meinung mancher sogar tot. Aber wir glauben an das Sprichwort "Totgesagte leben länger".

Die folgende Geschichte ist eine wahre Begebenheit, die meiner Meinung nach sehr gut zum besprochenen Thema passt: Vor etwa zwei Jahren wollte der Sohn eines Freundes von mir seine Masterarbeit über Value Investing an einer der Top-Universitäten der Schweiz schreiben. Und, wie ist es ihm ergangen? Er konnte keinen Professor finden, der bereit war, mit ihm über dieses "überholte Anlagekonzept" zu arbeiten. Einige Professoren fragten ihn, wer sich im Zeitalter der **KI** noch für **Value Investing** interessiere.

Für mich ist dies ein sehr gutes Beispiel, um zu erklären, wo wir uns im aktuellen Zyklus befinden. Aber wird dies der Wendepunkt für den Wertsteigerungszyklus sein? Das wissen wir natürlich nicht. Für mich ist jedoch völlig klar, dass Anleger diversifizieren sollten und daher einen Teil ihres Geldes in einige Value-Manager investieren sollten.

Apropos KI: Wir sind sicher, dass sie unsere Welt revolutionieren wird, aber passen Sie auf, dass Sie nicht in ein Thema investieren, das für Sie als Aktionär niemals Geld einbringen wird.



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. LONG TERM INVESTMENT FUND (LTIF) CLASSIC: +15% ytd auf 710 € pro Anteil

### LTIF Classic liegt leicht über unserem Ziel für 2024

Ende November, kurz vor Jahresende, **liegt der LTIF Classic mit einem Plus von 15 % auf 710 € je Anteil leicht über unseren Schätzungen für einen normalisierten NAV von 690 € für 2024**. Interessanterweise haben weder Grifols, ISS und Reckitt Beckinser (23 % des Fonds) noch Energy und Salmon (25 % des Fonds) ein gutes Jahr 2024, was uns optimistisch für die nächste Phase der Fondsentwicklung stimmt.

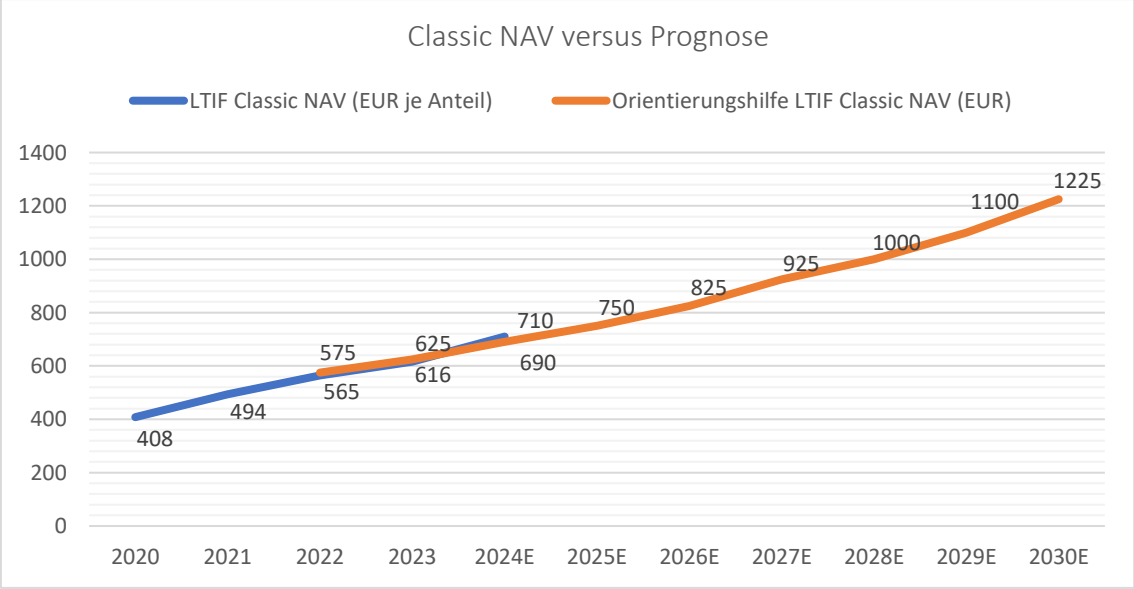
**Was hat sich gut entwickelt? Stromkabel, Zement, Kupfer, Luft- und Raumfahrt, Verteidigung, Unternehmens-dienstleistungen und Finanzwerte haben eine starke Performance gezeigt; wir haben daher ihre Gewichtung reduziert.** Da wir den Fonds in der Regel auf der Grundlage von Bewertungen und Risiken neu gewichten, haben wir immer einen relevanten Teil des Fonds, aus dem in den nächsten Jahren viel Wert entstehen sollte.

Am besten schnitten die folgenden Aktien ab: MTU Aeroengines, Raytheon, Heidelberg Cement, Prysmian, Nexans und First Quantum. Die mit Abstand schlechtesten Werte waren Grifols und Reckitt Beckinser.

### Der aktualisierte IRR des LTIF Classic liegt bei 14,1 %, mit einem inneren Wert (IV) von 1035 € pro Aktie

**Nach der guten Performance des Fonds im bisherigen Jahresverlauf liegt der aktualisierte IRR bei 14,1 %** (vor Gebühren und Kosten), was bedeutet, dass der Netto-IRR nun bei 12-13 % liegen könnte, was der jährlichen Rendite entspricht, die wir in den letzten fünf Jahren erzielt haben. Wir sind der Meinung, dass diese Rendite unserem tatsächlichen Potenzial entspricht, da sie eine grosse Krise (Covid-19) einschliesst, während die Märkte derzeit insgesamt nicht überbewertet sind.

Seit wir 2021 mit der NAV-Guidance begonnen haben, sind wir nicht zu weit vom Jahresziel abgewichen und könnten es 2024 sogar zum ersten Mal übertreffen. Es ist schön zu sehen, dass unsere harte Arbeit Früchte trägt.






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 es uns gelingt, die durchschnittliche jährliche Rendite der letzten 5 Jahre beizubehalten (12 % pro Jahr netto), werden wir das investierte Kapital dank der enormen Kraft des Zinseszinseffekts alle 6 Jahre verdoppeln: 1 Million Euro, die im Jahr 2024 investiert wird, wird im Jahr 2030 zu 2 Millionen und im Jahr 2036 zu 4 Millionen. **Wir werden nicht müde, die Bedeutung des Zinseszinseffekts in der langfristigen Renditeformel zu betonen,** die von vielen Anlegern unterschätzt wird, da sie sich zu sehr auf die kurze Frist und auf Spekulationen konzentrieren, was natürlich zu sehr frustrierenden Ergebnissen und *post-speculation stress* führt.

### 45% des LTIF Classic sind in 10 gut diversifizierte Aktien investiert

**Vor vielen Jahren haben wir beschlossen, dass keine einzelnen Aktien/Sektoren/Faktoren die Performance des LTIF Classic dominieren sollten,** und diese Entscheidung hat sich im Wesentlichen in zwei Regeln niedergeschlagen: 1) Vermeiden Sie eine zu starke Gewichtung eines Unternehmens, eines Sektors oder eines anderen Risikofaktors, der zu einem *black dog* werden könnte; und 2) die Hälfte des Fonds ist in etwa 10 Aktien mit einer Gewichtung von etwa 5 % investiert, mit dem Ziel, gleichzeitig zu konzentrieren und zu diversifizieren.

Wenn sich jedoch Gelegenheiten ergeben, passen wir uns an, und genau das ist 2024 geschehen: **Der LTIF Classic hat die Gewichtung von zwei seiner wichtigsten Positionen auf 8-9 % des Fonds erhöht: Grifols und ISS sind die beiden aktuellen "Anomalien".**

Im Allgemeinen werden wir nicht von unseren Grundregeln abweichen, die darauf abzielen, die Investitionen zu konzentrieren und zu diversifizieren und gleichzeitig das Risiko zu kontrollieren. Gelegentlich ergeben sich jedoch Gelegenheiten, die, um es mit Warren Buffetts Worten zu sagen, riesige Baseballs sind, die gerade und weich auf den Schläger zukommen. Und dann schlagen wir zu, so gut wir können *(beachten Sie, dass die UCITS-Verordnung uns in keinem Fall erlaubt, 10 % zu überschreiten).*

Wir freuen uns natürlich, dass unser *Mentor* Warren Buffett diese Schlagregel anwendet, wenn er interessante Investitionen findet, denn letztlich gibt es nur wenige einzigartige Investitionsmöglichkeiten wie Grifols und ISS, die wir in den letzten Newslettern und Präsentationen ausführlich besprochen haben.

Dies sind die wichtigsten Bestände des LTIF Classic:

***LTIF Classic Top10-Bestände (Nov2024)***

| | |
|---|---|
| *Grifols SA* | 9% |
| *ISS A/S* | 8% |
| *Leroy Seafood ASA* | 5% |
| *Reckitt Beckinser Plc.* | 4% |
| *Unilever Plc.* | 4% |
| *Medtronic Plc.* | 4% |
| *Henkel AG* | 3% |
| *Mowi ASA* | 3% |
| *Grieg Seafood ASA* | 3% |
| *First Quantum Ltd.* | 3% |
| ***TOTAL*** | **45%** |



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: INVESTMENT CASE DES QUARTALS: GRIFOLS

**Wir haben uns entschlossen, das Schreiben zu veröffentlichen, das wir an den Verwaltungsrat von Grifols und an die Nationale Wertpapiermarktkommission (CNMV) in Spanien geschickt haben und in dem wir unsere Position in Bezug auf Grifols erläutern**.
Bei diesem Schreiben geht es nicht um Stolz oder andere seltsame Erwägungen, sondern ausschliesslich **um die Verteidigung der Interessen unserer Anleger** (und der Minderheitsaktionäre im Allgemeinen), die auch für die SIA-Fonds von grundlegender Bedeutung sind.

Lachen, 17. September 2024

Sehr geehrte Mitglieder des Verwaltungsrats:

Mein Name ist Marcos Hernández Aguado und ich bin geschäftsführender Gesellschafter und CIO des Schweizer Fondsmanagers SIA Funds. Ich schreibe Ihnen als Minderheitsaktionär von Grifols mit einer Position von 1,3 Millionen Vorzugsaktien des Unternehmens mit der Absicht, **unsere Besorgnis über ein mögliches Angebot von Brookfield Capital Partners zusammen mit Mitgliedern der Grifols-Familie zu übermitteln.**

1. SIA Funds ist ein Boutique-Vermögensverwalter, der 250 Millionen Euro verwaltet. **Einer unserer Fonds** (LTIF Classic ISIN LU0244071956 mit einem Vermögen von 100 Millionen Euro) **ist zu 10 % in Vorzugsaktien von Grifols investiert, was dem nach den UCITS-Vorschriften zulässigen Höchstwert** entspricht.

2. **Wir kennen Grifols seit einem Jahrzehnt und waren in den letzten zehn Jahren in verschiedenen Phasen Aktionäre**. Wir haben seit dem Rückgang der Aktien im Jahr 2020 schrittweise Aktien zurückgekauft und die Käufe seit der Veröffentlichung des Berichts von Gotham Research Anfang 2024 intensiviert.

3. **Wir sind uns der historischen Probleme von Grifols seit vielen Jahren bewusst** (Kommunikation, Unternehmensführung, Rechnungslegung, Behandlung von Minderheitsaktionären, Übernahmen, Verschuldung und die Auswirkungen von COVID-19 auf die Erträge des Unternehmens). **Dennoch hielten wir den Umstrukturierungsplan für kohärent und beschlossen, das Unternehmen durch umfangreiche Investitionen zu unterstützen.**

4. Wir von SIA Funds **sind der Meinung, dass die neue Strategie und Führung von Herrn Nacho Abia mittelfristig Früchte tragen wird.** So wird der Aktienkurs allmählich zu historischen Niveaus zurückkehren, was im Einklang mit der Stärke des Plasmageschäfts von Grifols steht.

5. **Die Ankündigung von Brookfield und der Familie Grifols, ein Übernahmeangebot für das Unternehmen abzugeben, hat uns überrascht und enttäuscht**, zumal die Umstrukturierung und die Veränderungen nach grossen Anstrengungen erste Früchte tragen. Wir sind besorgt über den **offensichtlichen Interessenkonflikt zwischen der Familie und dem Unternehmen bei diesem Angebot**. Es scheint, dass die Familie Grifols nicht mit den Minderheitsinvestoren übereinstimmt, die durch ein Angebot benachteiligt werden, das im Vergleich zum inneren Wert des Unternehmens als sehr niedrig angesehen wird. Der Nutzen eines gemeinsamen Angebots der Familie Grifols mit Brookfield ist uns nicht ganz klar, das weit unter dem fundamentalen Wert des Unternehmens liegt, so dass sie keine Aktien kaufen werden. Das ist auch für uns ein Grund zur Sorge.



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

6. **Die an die Presse durchgesickerten Bewertungen** (rund 12 Euro pro Aktie) **haben uns entmutigt**, da **sie uns lächerlich erscheinen.** Wir verfügen über ein detailliertes Discounted-Cashflow-Modell für Grifols, das uns ohne Zwang zu einer Bewertung der Stammaktien von 29 Euro pro Aktie führt (was dem Wert der Vorzugsaktien im Falle eines Übernahmeangebots entspricht).

7. Wie in den Statuten festgelegt, muss im Falle eines Übernahmeangebots das Angebot für die Stammaktien genauso hoch sein wie das Angebot für die Vorzugsaktien. Aus der Presse ist zu entnehmen, dass das Angebot für die Vorzugsaktien niedriger sein wird. **Wir fordern Sie auf, diese Statuten durchzusetzen und von Angeboten abzusehen, die eine Änderung der Statuten erfordern würden.**

8. In einigen Dokumenten von Grifols wird ein Multiple von 13x EV/EBITDA als repräsentativ für den historischen Durchschnitt der Gruppe genannt. Einige Transaktionen im Plasmageschäft (Spendezentren) wurden in der Nähe dieses Wertes getätigt. In Anbetracht des EBITDA-Multiplikators, den Grifols für Biotest gezahlt hat (über 20x, bereinigt), des historischen CSL-Multiplikators (19,8x zwischen 1994 und 2024) und der historischen Durchschnittswerte von Grifols (16x) ist jedoch leicht zu erkennen, dass selbst das 13x zu niedrig ist. **Laut Bloomberg liegt der historische Median (vom Börsengang bis Ende August 2024) des EV/EBITDA von Grifols bei 16,3x, was dem fundamentalen Wert des Unternehmens eher entspricht**.

   *Beispiel für eine einfache Berechnung:*
   *EBITDA 2024E 1.825 Millionen x 16,3x =29.748 Millionen Euro.*
   *Weniger Schulden: 9,1 Milliarden Euro nach dem Verkauf von Shanghai Raas, einschliesslich Leasing. Entspricht dem Analystenkonsens für das Jahresende 2024.*
   *Wert des Eigenkapitals: 20,648 Mio. EUR oder 30,00 EUR je Aktie (bei 687,5 Mio. Aktien, einschliesslich Vorzugsaktien).*
   *(*) Wir haben dieselben Berechnungen angestellt, wobei wir das EBITDA und die Nettofinanzverschuldung der Minderheitsbeteiligungen (GDS, Biotest, BPC und HAEMA) bereinigt haben und 25,2 Euro pro Aktie für 2024 und 29,7 Euro bei den Schätzungen für 2025 erhalten haben.*
   *(**) Unser DCF (diskontierter Cashflow) legt den Wert von Grifols auf 29 Euro pro Aktie fest, wobei ein WACC von 10 % und ein terminales Wachstum von 6 % zugrunde gelegt wird (23 Euro bei einem terminalen Wachstum von 5 %).*
   *(***) Unter Anwendung dieser und anderer Methoden liegt unsere geschätzte Bewertungsspanne zwischen 23 und 30 Euro, mit einem Durchschnitt von 27 Euro pro Aktie.*

9. **Wir wollen nicht verkaufen.** Wir wollen in Grifols investieren und es auf seinem Weg zur Normalität nach vier Jahren der Notlage (ab 2020, aber vor allem 2024) unterstützen, die zu einer Phase der Verbesserung und Normalisierung der Ergebnisse, der Cashflows und der Bilanz führen sollte.

10. **Wir bitten Sie, die Minderheitsaktionäre der beiden Aktiengattungen zu verteidigen und keinen Preis zu akzeptieren, der zu weit von den 30 Euro pro Aktie entfernt ist, die Grifols nach unserer Einschätzung grundsätzlich wert ist**. Der Aktienkurs des Unternehmens lag Anfang 2020, vor den Auswirkungen von COVID-19 auf die Performance der Gruppe, auf diesem Niveau.

11. **Die durchschnittliche Bewertung der Analysten** (Quelle: Bloomberg) **liegt bei 17 € pro Aktie, aber einige (anspruchsvollere) liegen bei 25 €. Wir sind sicher, dass viele Analysten noch zu sehr von Gotham Research** und der aktuellen negativen Stimmung um das Unternehmen sowie von einiger Inkompetenz **beeinflusst sind**.



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

12. Wir sind auch davon überzeugt, dass **ein Angebot unter dem Aktienkurs vor dem Gotham-Bericht** nach Ansicht des Unternehmens (und nach unserer Auffassung) völlig ungerechtfertigt **ist**, und **gehen davon aus, dass sie den Abschwung zum Kauf nutzen.**

Wir danken Ihnen für Ihr Interesse und fordern Sie auf, die Minderheitsaktionäre des Unternehmens zu schützen, indem Sie jedes Angebot ablehnen, das den inneren Wert von Grifols deutlich unterbewertet.

Wir stehen Ihnen gerne für weitere Auskünfte zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen



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

## VI. LONG TERM INVESTMENT FUND (LTIF) NATURAL RESOURCES: +12% ytd

### LTIF Natural Resources: +12% seit Jahresbeginn. 170 EUR je Aktie

Der LTIF Natural Resources kämpft weiterhin gegen das makroökonomische Umfeld einer Konjunkturabschwächung in den USA, Europa und im Durchschnitt weltweit. **Obwohl Rohstoffe bei einer Konjunkturabschwächung in der Regel schlecht abschneiden, hat der Fonds bis November um 12 % zugelegt** und liegt damit vor den meisten Rohstoffindizes, die im Jahresverlauf nur wenig zulegen konnten. Wir sind daher mit der Performance des Fonds in diesem Jahr zufrieden, das das fünfte Jahr in Folge mit einem Plus ist.

In diesem Jahr haben die Sektoren Infrastruktur (+30%) und Mining (+14%) am besten abgeschnitten, während Agri-Food um 5% zulegte. Auf der negativen Seite erlebt der Energiesektor ein schwieriges Jahr, und unsere Investitionen in diesem Sektor sind im Durchschnitt um 9 % zurückgegangen.

Aktien mit Kursgewinnen von über 20% sind: Suncor, Cameco, First Quantum, Hudbay Minerals, Ivanhoe, Lundin Mining, Southern Copper, Heidelberg Materials, Bureau Veritas, Prysmian und Nexans. Auf der negativen Seite heben wir Woodside Petroleum, AkerBP, TGS, Occidental und Petrobras hervor.

### Ein IRR von 14%. Ein innerer Wert von 240 € pro Aktie

**Der aktualisierte IRR des Fonds liegt derzeit bei 14 % und der innere Wert bei 240 € pro Anteil**, mit einem zwei- bis dreijährigen Wertsteigerungspotenzial von 40 % bei den Bewertungen in der Mitte des Zyklus. Wie üblich betonen wir, dass das Potenzial des Fonds höher ist als sein innerer Wert, da die Rohstoffzyklen sehr hohe Bewertungsniveaus erreichen, die die Schwierigkeit widerspiegeln, das Angebot mittelfristig zu erhöhen, sobald der Markt auf ein unterversorgtes Niveau übergeht.

Unsere wichtigsten Sektorpositionen sind **Ölgesellschaften (28 % des Fonds), Kupferminen (20 %) und Lachsfarmen (16 %), die insgesamt fast zwei Drittel des Fonds** ausmachen**.** Die wichtigsten Positionen sind wie folgt:

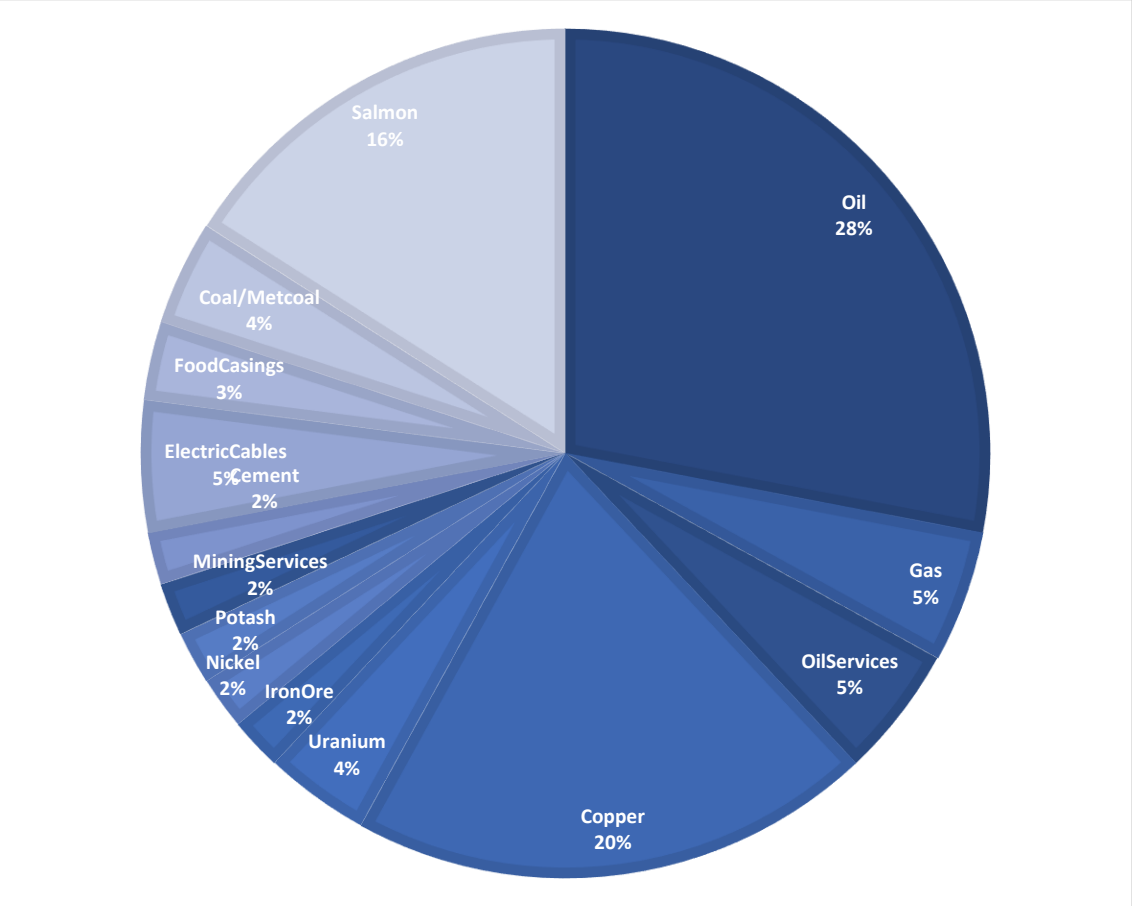
| ***Top-10-Beteiligungen*** | ***Gewicht*** | ***PER26*** |
|---|---|---|
| *First Quantum* | 5% | 9,9 |
| *Teck Resources* | 5% | 22 (*) |
| *Leroy Seafood* | 5% | 8,7 |
| *Harbour Energy* | 5% | 7,2 |
| *TGS* | 5% | 6,3 |
| *Atalaya Mining* | 4% | 5,1 |
| *Kazatomprom* | 4% | 7,9 |
| *EOG Resources* | 4% | 11,3 |
| *Occidental Petroleum* | 4% | 11,9 |
| *Grieg Seafood* | 3% | 8,8 |
| ***Total*** | **44%** | **8,6** |

*(*) Verkaufte Met-Kohle-Vermögenswerte an Glencore*



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 Aufteilung nach Sektoren ist wie folgt:



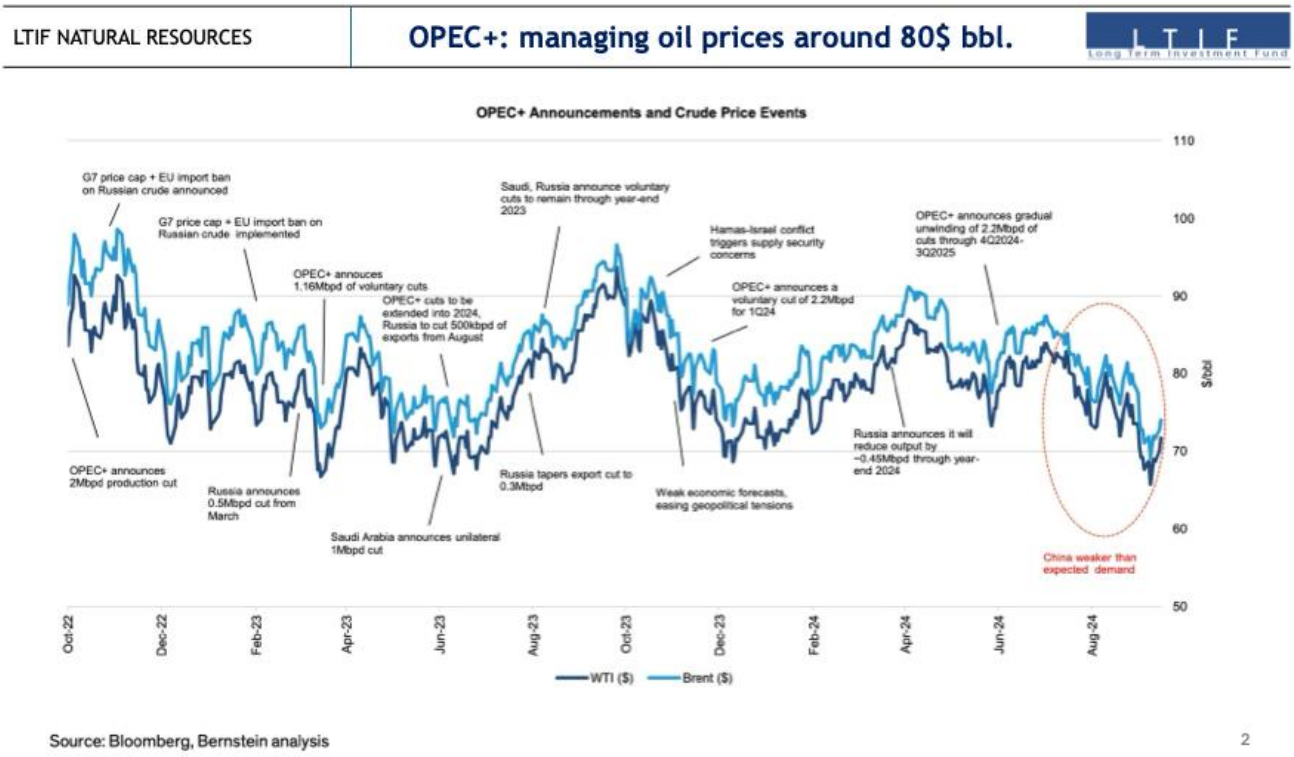



SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

## VII. DER ÖLMARKT: SO WEIT SO GUT. MITTELFRISTIG SIEHT ES SCHWIERIG AUS

**Ist Ihnen aufgefallen, dass sich der Ölpreis in den letzten zwei Jahren im Bereich von 70 bis 100 Dollar bewegt hat?**
Die nachstehende Grafik zeigt die enorme Menge an Nachrichten, die über den Ölmarkt veröffentlicht werden (jeden Tag werden mehrere relevante Nachrichten und Hunderte von Gerüchten/Kommentaren veröffentlicht). Diese Nachrichten sind für die starke Volatilität der Ölpreise verantwortlich.

Sieht man einmal von den täglichen Nachrichten ab (die Quelle der Spekulationsgewinne vieler Händler), so **kann man feststellen, dass Brent in den letzten zwei Jahren in einer Spanne zwischen 70 und 100 $ pro Barrel gehandelt wurde, mit einem Durchschnitt von 84 $ pro Barrel.** Der Grund dafür ist einfach: Die OPEC+ dreht den (realen und virtuellen/erwarteten) Förderhahn zu, wenn sich die Preise 70 $ pro Barrel nähern, und öffnet ihn, sobald die Preise über 90 $ liegen, d.h. wenn die Zahl der US-Förderanlagen wieder zunimmt.

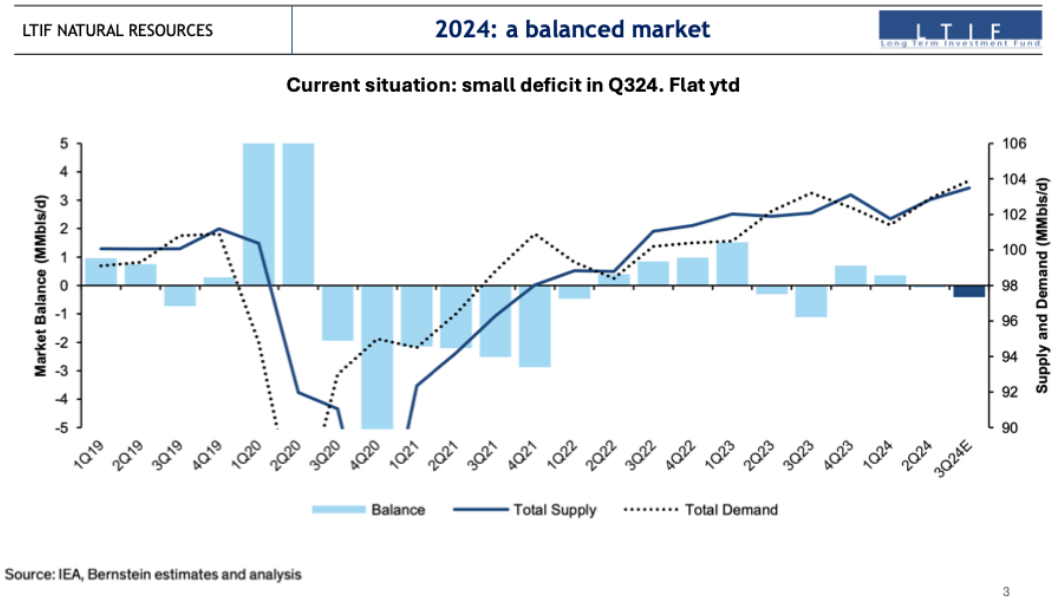



**Im Jahr 2024 sind Angebot und Nachfrage gleichmässig verteilt**
**Der Rohölmarkt war 2024 gut versorgt,** ein Jahr, in dem das erwartete Nachfragewachstum aufgrund der weltweiten Konjunkturabschwächung (auch in China) von +1,5 Mio. b/d zu Beginn des Jahres auf knapp +1 Mio. b/d nach unten korrigiert wurde.

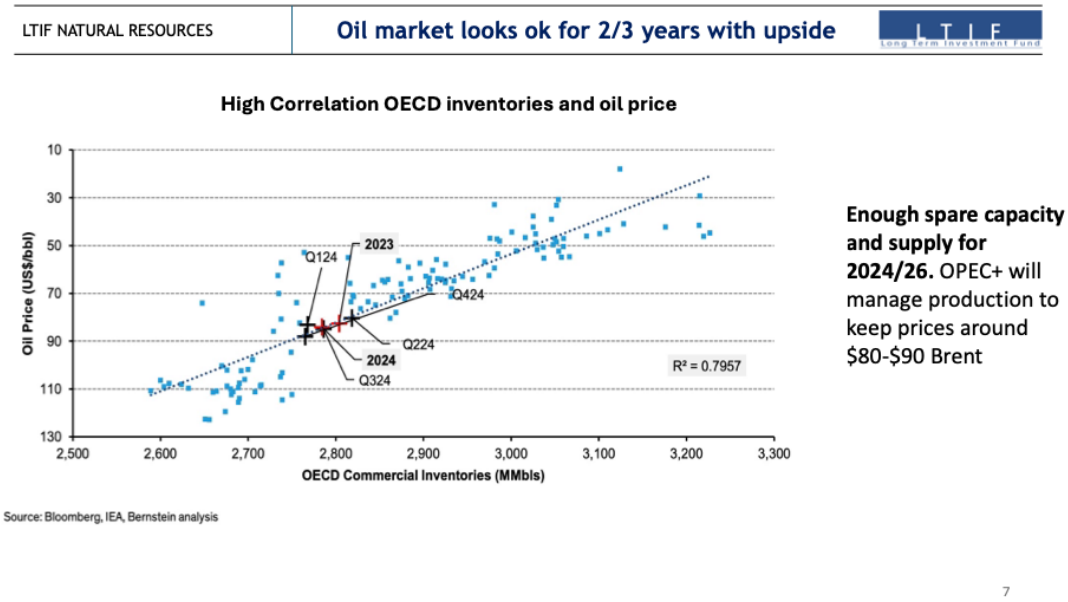
Auch das Angebot wurde im Laufe des Jahres nach unten korrigiert, vor allem wegen des US-Schieferöls, das weniger stark zunehmen wird als erwartet (wir schätzen ein endgültiges Wachstum von etwa 300 000-400 000 b/d).



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




Zusammenfassend lässt sich sagen, dass **Angebot und Nachfrage im Gleichschritt gewachsen sind, was dazu geführt hat, dass die weltweiten Lagerbestände in diesem Jahr zwar stagnieren, aber im Vergleich zum Durchschnitt der letzten fünf Jahre immer noch auf einem niedrigen Niveau liegen**. Die nachstehende Grafik zeigt die starke Korrelation zwischen den OECD-Lagerbeständen und den Ölpreisen, die in diesem Jahr recht gut funktioniert.



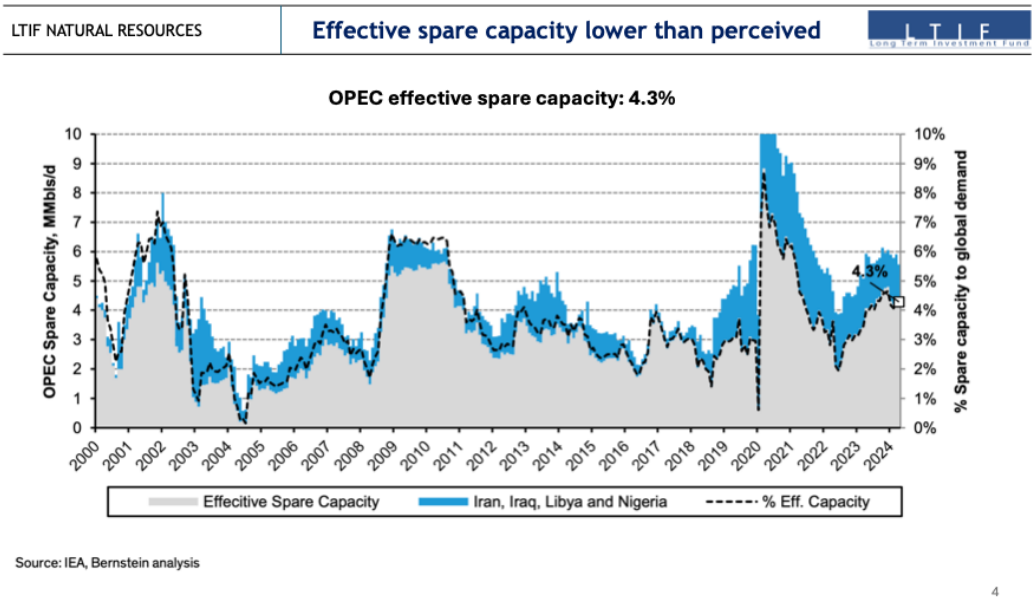

### Die Überkapazitäten betragen etwa 4-5 Mio. b/d

**Wir schätzen, dass die Kürzungen der OPEC+ die freie Kapazität des Sektors auf etwa 4-5 Mio. b/d gebracht haben,** was letztlich ein Polster für den Fall darstellt, dass sich der israelisch-palästinensische Krieg verschärft oder das Wirtschaftswachstum beschleunigt. Jeder Sektor mit einer Kapazität von 95 % gilt als voll ausgelastet. Es stimmt zwar, dass die OPEC+ in den nächsten 2-3 Jahren 2-3 Mio. b/d fördern kann, um die Nachfrage zu decken, aber **es stimmt auch, dass eine ungenutzte Kapazität unter 97/98 % ein echtes Problem der Knappheit bedeutet. Unsere**



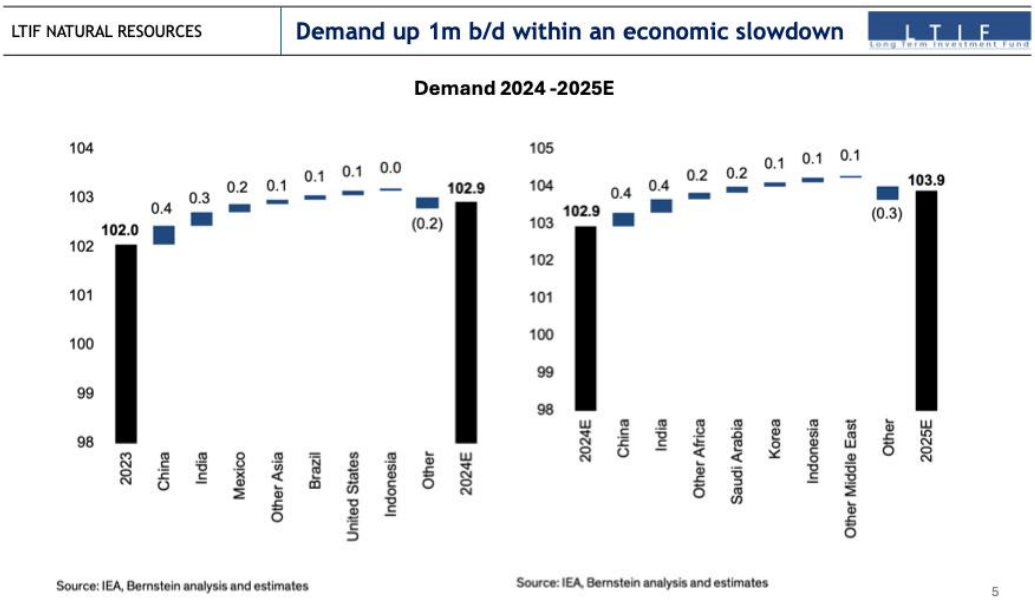
SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

**Zahlen deuten darauf hin, dass wir 2026/27 dort sein werden, was natürlich von den Preisen und dem Konjunkturzyklus abhängt.**




## Angebot und Nachfrage in den Jahren 2024 und 2025. Die Angebotsseite überzeugt uns nicht

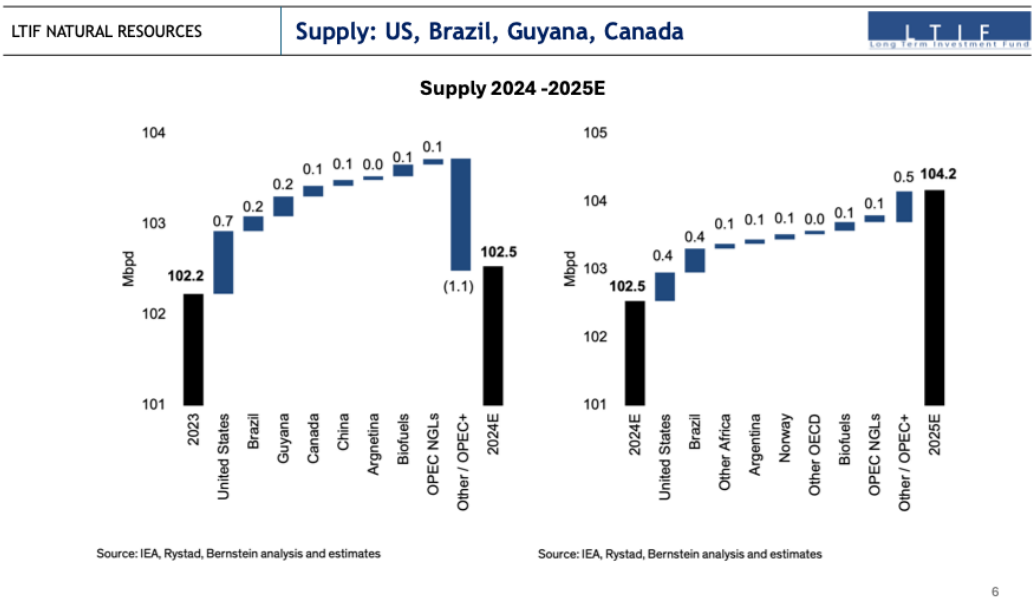
Die nachstehende Grafik zeigen Nachfrage und Angebot in den Jahren 2024 und 2025. Auf der Nachfrageseite gibt es keine grossen Diskussionen, und in Jahren der Unsicherheit und des wirtschaftlichen Abschwungs (mindestens 2024 und Anfang 2025) wird die Nachfrage um etwa 1 Mio. b/d pro Jahr steigen.






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 Problem wird auf der Angebotsseite liegen,** denn bei den derzeitigen Barrel-Preisen (Brent 72 $, WTI 68 $) wird das US-Schieferöl nicht wachsen, da empirisch bewiesen ist, dass die Zahl der Bohrinseln unterhalb von 80 $ Brent zu sinken beginnt. Damit liegt das Angebotswachstum in den Händen von Brasilien, Guyana und vielleicht Kanada, die allein nicht in der Lage sein werden, 1 Mio. b/d zu erreichen, sondern vielleicht nur 0,5 Mio. b/d.




### Die Nachfrage wird mittelfristig mit einer durchschnittlichen Rate von 1 Mio. b/d weiter ansteigen

**Dies ist der Teil der Gleichung, in dem wir die grösste Diskrepanz zu unserer These feststellen:** Es besteht ein klarer Konsens darüber, dass die Elektrifizierung die Nachfrage nach Öl recht bald zum Erliegen bringen wird, was unseren Zahlen zufolge jedoch falsch ist.

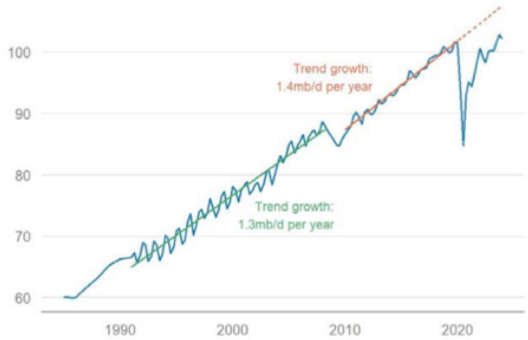
Um unsere These kurz zusammenzufassen: Drei Faktoren sagen voraus, dass die Nachfragespitze erst weit im nächsten Jahrzehnt erreicht sein wird: 1) Vier Fünftel der Weltbevölkerung befinden sich noch in der Entwicklungsphase und sind daher noch nicht bereit für die Elektrifizierung, die Jahrzehnte dauern wird; 2) die Nachfrage in drei der vier Nachfragesektoren (Luftfahrt, Schwerlastverkehr und Chemie) wird mittelfristig weiter steigen; 3) unser Modell für die Verbreitung von Elektroautos deutet darauf hin, dass die Benzinnachfrage frühestens 2035 ihren Höhepunkt erreichen wird, da sich der Fahrzeugbestand nur langsam verändert.



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

LTIF NATURAL RESOURCES | **Fear of Peak Demand: baseless for 15 years** | LTIF Long Term Investment Fund

**Global oil demand - long-term trend**
(mb/d)




Source: IEA, Morgan Stanley Research

**Demand will continue to grow by 1m b/d in the mid term:**

- Of the 5 parts of the world with around 1.5 billion people, 4 will continue to grow.
- Of the 4 end-demand sectors, 3 will continue to grow: Jet Fuel, Chems & Diesel.
- Our EV penetration model: peak demand for gasoline will not occur until 2035.

***EXXON: more than 100m/d by 2050***

8

### Woher werden wir bis 2030 16 Mio. b/d bekommen?

Die Zahlen liegen auf der Hand: In den nächsten sechs Jahren (Zieljahr 2030) müssen wir aufgrund des durchschnittlichen Produktionsrückgangs (3 % pro Jahr) etwa 17 Mio. b/d ersetzen und etwa 6 Mio. b/d des kumulierten Nachfrageanstiegs decken. Wir werden also eine neue Produktion von insgesamt 23 Mio. b/d benötigen, während nach unseren Schätzungen nur Ölprojekte für 8 Mio. b/d entwickelt werden. Das klingt schlecht.

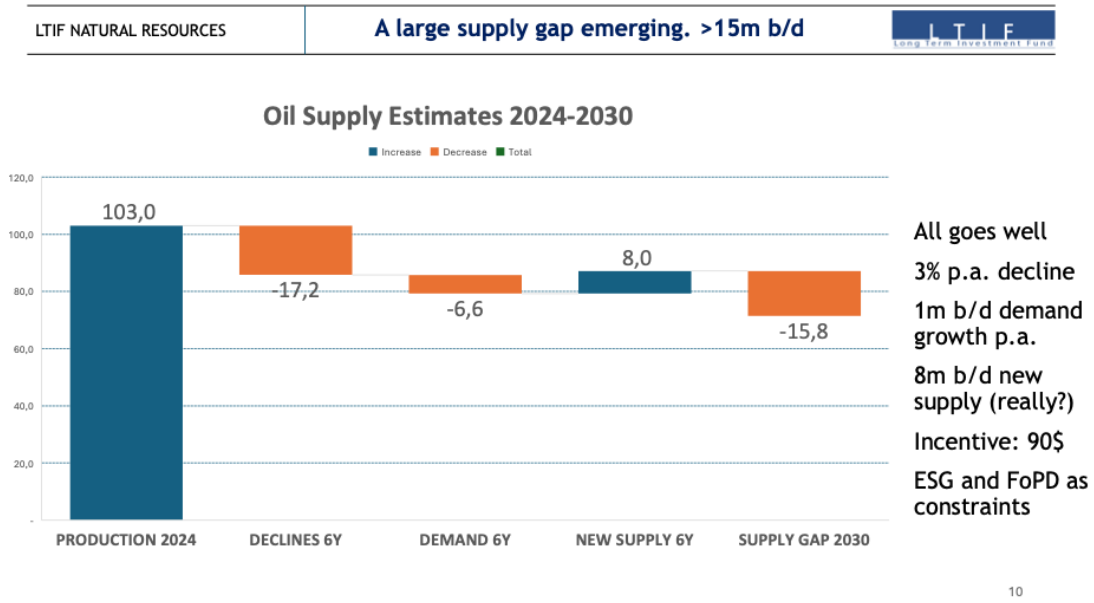
Selbst wenn wir von einem extrem niedrigen Rückgang ausgehen würden (wobei wir wiederum sehr konservativ sind, indem wir den von den OPEC-Ländern geschätzten Rückgang von 1 % pro Jahr zugrunde legen), bräuchten wir 12 Mio. b/d an neuen Lieferungen, was deutlich über unseren Schätzungen für neue Lieferungen von 8 Mio. b/d liegt.

Da **das eigentliche Problem unverändert bleibt, ebenso wie der Mangel an Investitionen, sind wir überzeugt, dass wir auf ein strukturelles Defizit auf dem Ölmarkt zusteuern**.

Es ist etwas überraschend, aber aus theoretischer Sicht ist es genau das, was die Welt braucht, um die Nachfrage einzudämmen und die Energiewende zu beschleunigen: einen höheren Ölpreis, um Anreize für Substitution und Elektrifizierung zu schaffen.



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




### Wer wagt es, in Öl zu investieren?

**Wir weisen erneut darauf hin, dass der Mangel an Investitionen in Öl seit** 2013 **am besorgniserregendsten ist** (siehe Grafik unten), dem Jahr, in dem die weltweiten Investitionen in Öl und Gas mehr als 700 Milliarden Dollar erreichten, verglichen mit den aktuellen Investitionen von etwa 500 Milliarden. Bei beiden Zahlen handelt es sich um Nominalwerte.

Wir fassen den Mangel an Investitionen in diesem Sektor mit einem Gedanken zusammen, den wir oft (vielleicht zu oft) wiederholen, weil er so einfach ist: **Der Weltölmarkt ist dank des Schieferöls,** das 2013 praktisch nichts produzierte, aber im Jahr 2023 10 % des Weltangebots ausmachen wird (etwa 10,5 Mio. b/d, d. h. die gleiche Menge wie Saudi-Arabien), **ausreichend versorgt und daher auf einem angemessenen Preisniveau.**

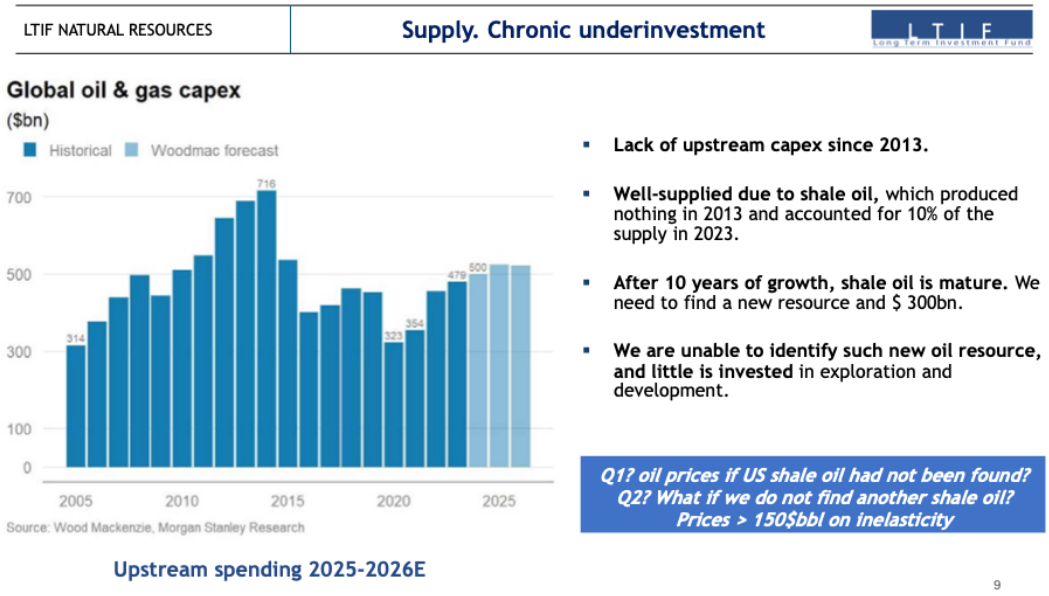
**Aber nach 10 Jahren Wachstum (mehr als 70 % des weltweiten Angebotswachstums) ist Schieferöl bereits ein ausgereifter Sektor**, für den kein nennenswertes Wachstum in der Zukunft vorhergesagt wird. Mit anderen Worten: In den nächsten 10 Jahren müssen wir ein neues Schieferöl, ein neues Alaska oder eine neue Nordsee finden und die rund 300 Mrd. USD für die Finanzierung dieser Projekte aufbringen.

**Derzeit sind wir bei SIA nicht in der Lage, neue Ölvorkommen in ausreichendem Umfang zu ermitteln.** Schlimmer noch, es wird sehr wenig in die Exploration und Erschliessung investiert. Und warum? Angst vor der Ölnachfragespitze, $CO_2$ Emissionen, ESG, Steuern, Geopolitik; kurz gesagt, ein hohes Risiko, das nicht durch die Renditen gedeckt ist, die die aktuellen Preise erzielen könnten.

In der Tat hat die Welt Glück gehabt, dass Schieferöl gefunden bzw. entwickelt wurde. Ohne Schieferöl wären die Ölpreise zweifellos in die Höhe geschossen, was einen neuen Investitionszyklus ausgelöst und die Nachfrage und das Wirtschaftswachstum für einige Zeit gedämpft hätte. Wir glauben, dass Letzteres in 2-3 Jahren der Fall sein wird, wenn die derzeitigen Kapazitätsreserven ausgeschöpft sind.

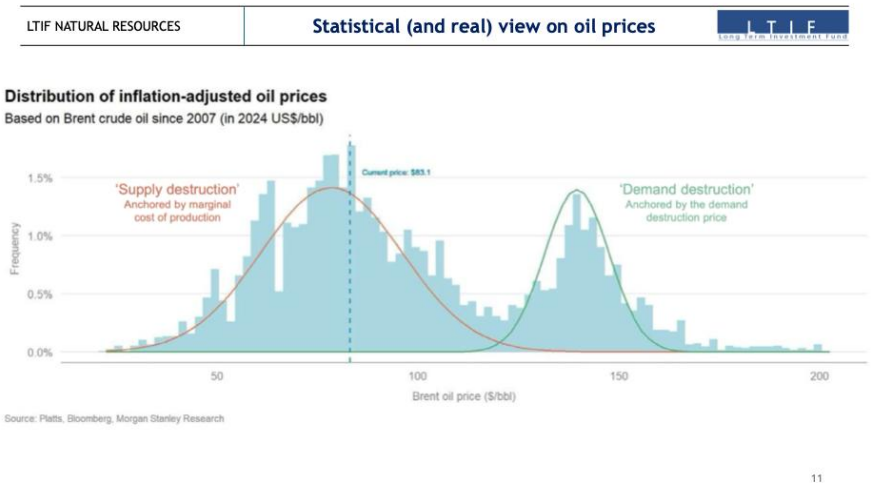


SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch




**Die Preise werden noch einige Jahre lang zwischen 70 und 100 Dollar pro Barrel liegen**

Die nachstehende Grafik zeigt, wie sich die Preise in den nächsten 2-3 Jahren voraussichtlich entwickeln werden. Solange es in der OPEC+ freie Kapazitäten gibt (etwa zwei Jahre), werden die Preise im Bereich von 80/85 $ liegen. Wenn wir eine Leerkapazität von 3 % erreichen, werden wir zur rechten Verteilung mit Durchschnittspreisen von 140 $ übergehen, was sich negativ auf die Nachfrage auswirken wird.






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

## VIII. ROHSTOFFE: Gedanken *von Urs Marti*

### Geld, Geld, Geld

Nach drei Jahren der Konsolidierung brach die weltweite Geldmenge (M2) nach oben aus, und die politischen Entscheidungsträger weltweit sahen sich gezwungen, ihre relativ restriktive Politik aufzugeben.

**Die finanzielle Situation des öffentlichen Sektors (Defizite/Schulden) ist problematisch, insbesondere im Westen.** Unserer Ansicht nach werden höhere Zinssätze nur für eine begrenzte Zeitspanne toleriert. Angesichts der Dauer der Verschuldung dauert es einige Zeit, bis höhere Zinsen zu einem starken Anstieg des Betrags führen, der für die Bedienung dieser Schulden ausgegeben werden muss.

Doch dieser Zeitpunkt ist nun gekommen. Erschwerend kommt hinzu, dass höhere Zinsen zu einer Verlangsamung der Wirtschaft und einem starken Rückgang der Steuereinnahmen führen. Da die Nettoexporteure ihre Handelsüberschüsse nicht mehr in die Schulden des westlichen Blocks investieren wollen, sind die westlichen Zentralbanken gezwungen, die zunehmende Verschuldung mit Hilfe ihrer Druckerpressen aufzufangen.

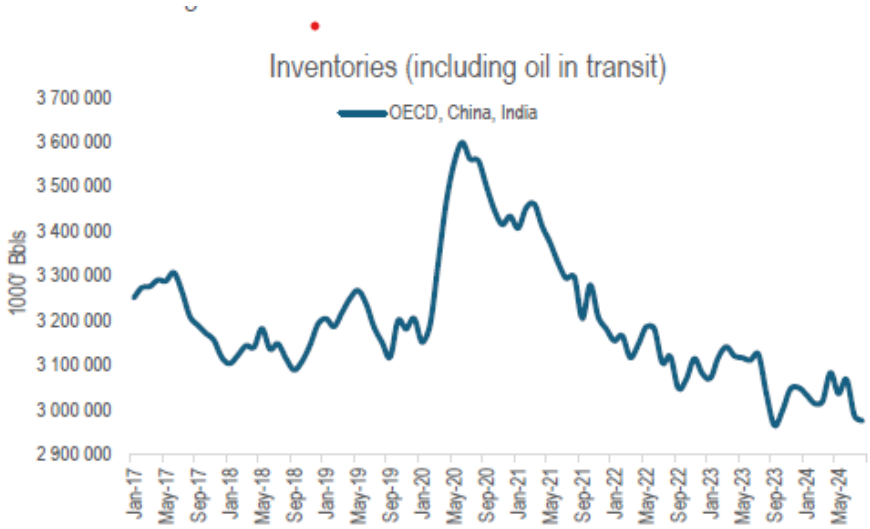
Gold ist immer der Indikator, der diese Veränderung als erstes riecht, alles andere folgt später. Es gibt eine Zeitverzögerung, bevor die wachsende Liquidität die Strasse erreicht und die Inflation wieder ansteigt.

Covid löste einen typischen Peitscheneffekt in der Weltwirtschaft aus. Alle fürchteten sich vor der Inflation, den globalen Lieferketten und davor, nicht genügend Rohstoffvorräte, Halb- und Fertigprodukte zu haben. Dies führte zu einem Aufbau von Lagerbeständen und übermässigem Einkauf. Folglich wurden die Zentralbanken aggressiver, die Wirtschaft verlangsamte sich, und die Lagerbestände mussten abgebaut werden.



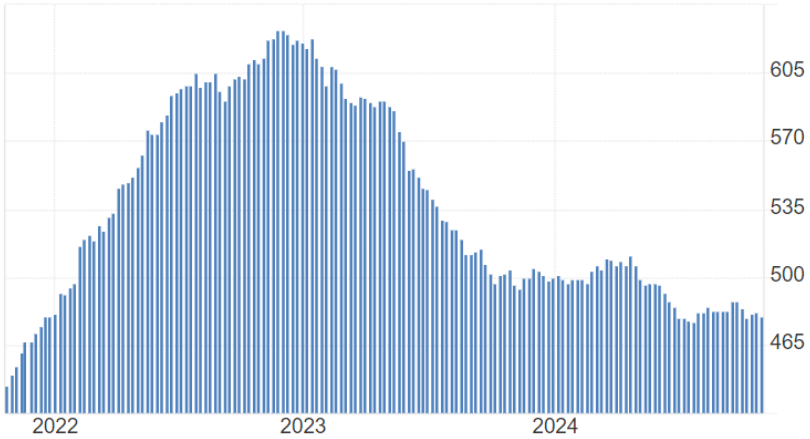
SIA Funds AG Alpenblickstrasse 25 8853 Lachen Switzerland
tel : +41 55 617 28 70 fax : +41 55 617 28 71 info@s-i-a.ch www.s-i-a.ch

Die derzeitige Situation auf dem Ölmarkt ist ein guter Indikator:




**Seit 2021 ist die Stimmung der Anleger in Bezug auf Rohstoffe, Schwellenländer und andere "zyklische" Sektoren nicht mehr sehr optimistisch, sondern eher pessimistisch**.
Die Finanzmarktteilnehmer am Ölmarkt waren noch nie so stark auf der Short-Seite engagiert, was bedeutet, dass die Positionen der Commercials noch nie so long waren. Normalerweise ist es umgekehrt, da die Commercials aufgrund ihrer Produktion, die teilweise durch Futures abgesichert ist, eine strukturelle Long-Position haben. Die Kombination aus reduzierten Lagerbeständen und steigender globaler Liquidität ist eine explosive Konstellation, die zu ähnlichen Bewegungen führen könnte, wie sie kürzlich bei Kakao zu beobachten waren.

Nach drei Jahren der Korrektur/Konsolidierung sind viele Rohstoffpreise nun zu niedrig, was zu einem Rückgang der Produktion führt. Ein Beispiel ist der Ölpreis von 120 USD, der zu einem Anstieg der Bohraktivitäten führte, wie die Zahl der US-Rohölbohranlagen zeigt:




**Die Arbeitsbohrungen, die mit der Ölpreiskorrektur korrelierten, gingen zurück, und mit der üblichen Zeitverzögerung stieg die US-Ölproduktion nicht mehr an; sie wird in absehbarer Zukunft weiterhin nur langsam wachsen. Für eine stabile/gesteigerte Produktion sind höhere Preise erforderlich.** (In einem kürzlich veröffentlichten Bericht kam Standard Chartered zu dem Schluss, dass die weltweite Nachfrage im August mit 103,8 Millionen Barrel pro Tag ein Allzeithoch erreichte. Entgegen der Meinung vieler Experten ist ein Markt offensichtlich defizitär, wenn die weltweiten Lagerbestände sinken, und nicht, wenn das Gegenteil der Fall 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

**Die Situation auf dem Ölmarkt gilt auch für viele andere Märkte, wie den für Kali, Metalle, Lachs und PGMs.**

BHP hat das Nickelgeschäft in Australien eingestellt, während die chinesischen Investitionen in Indonesien zurückgehen. Die Gebühren für die Kupferverarbeitung und die Raffination durch chinesische Hütten sind stark gesunken, und zwar von 80 $ auf 23 $ pro Tonne. TC/RC ist ein Gradmesser für die Verfügbarkeit von Kupferkonzentraten, die für die Produktion von raffiniertem Kupfer verwendet werden. Eine niedrigere Gebühr signalisiert eine Verknappung bzw. ein knappes Angebot an Bergbauprodukten. Ähnlich verhält es sich bei anderen Metallen wie Zink, das sich (trotz der nach wie vor schleppenden Konjunktur) erneut in Backwardation befindet. Andererseits warnte Antofagasta erneut vor der "Diskrepanz" zwischen der Regierungspolitik, die Genehmigungen für neue Minen nicht schnell genug erteilt, und der Nachfrage nach dem Metall. Die Welt muss in den nächsten zehn Jahren das Äquivalent der gesamten chilenischen Kupferproduktion zusätzlich fördern.

**Die ganze ESG-/Energiewende-Blase platzt weiter**.
Die Energiewende ist ein massiver Strukturwandel, der viele Jahrzehnte in Anspruch nehmen wird, bevor er abgeschlossen ist. Am Anfang stand jedoch eine massive ideologische Manipulation mit vielen Zielen, die weder wissenschaftlich noch physikalisch begründet sind.

Das jüngste Opfer ist der Wasserstoff, der nach dem Hype nun endlich der Realität ins Auge sehen muss. Die Aktien sind abgestürzt, und die Begeisterung hat sich aufgrund des fehlenden wirtschaftlichen Nutzens gelegt. Grosse Energieunternehmen wie Shell und Equinor haben ihre Investitionspläne aufgegeben. BP ist ein weiteres Unternehmen, das zur Vernunft gebracht wurde - allerdings erst, nachdem es Milliarden und Abermilliarden von Aktionärsgeldern verschwendet hatte. Strukturell gesehen ist es für Unternehmen sehr schlecht, wenn sie von Politik und Ideologie geleitet werden.

Im Bergbau ist Anglo ein ähnliches Beispiel; es ist eines der am schlechtesten geführten Bergbauunternehmen, das sein Kohlegeschäft aus ideologischen Gründen verkaufen will, das PGM-Geschäft befindet sich derzeit auf einem historischen Tiefstand, und andere Unternehmen folgen diesem Muster.

Glencore, das sich im Besitz cleverer Partner befindet, hat das Gegenteil getan und seit Jahren ungeliebte Kohleaktiva in der ganzen Welt aufgekauft und dafür das 2-3fache des EBITDA gezahlt. Das Unternehmen ist auch daran interessiert, die guten Kohleanlagen von Anglo zu erwerben. Entgegen der Propaganda ist die Kohle immer noch König und trotz des Umstellungsprozesses auf dem Thron. Sie liefert billige und zuverlässige Energie und ist nach wie vor die grösste Stromquelle. Sogar die IEA hat zugegeben, dass die Nachfrage nach Kohle nicht zurückgehen wird, obwohl sie prognostiziert, dass durch das Wachstum von Wind- und Solarenergie die Nachfrage nach allen Kohlenwasserstoffen vor 2030 und auch nach 2030 zurückgehen wird.

**In Anbetracht der beschriebenen Entwicklungen und der daraus resultierenden relativen Bewertungen erhöhte der Fonds weiterhin sein Engagement im Sektor Öl/fossile Brennstoffe.** Darüber hinaus nahm der Fonds Engagements in grossen Bergbauunternehmen wie Rio Tinto, BHP, Glencore und Nutrien zu sehr attraktiven Bewertungsniveaus auf.

**Etwa 80 % des weltweiten Eisenerzangebots stammen aus Westaustralien und Brasilien**. Rio und BHP sind für den grössten Teil der australischen Produktion verantwortlich. Alle diese Bergbauunternehmen verfügen über einige der besten Anlagen der Welt, z. B. die grösste Kupfermine der Welt, Escondida. Glencore und Teck sind die weltweit grössten Hersteller von Zink-/Bleikonzentrat. Glencore ist der weltgrösste Exporteur von Kohle und kontrolliert seit der Vereinbarung mit Teck zusammen mit BHP den grössten Teil der hochwertigen metallurgischen Kohle auf dem Seeweg.

Glencore ist einer der weltweit grössten und kostengünstigsten Hersteller von Ferrochrom/Vanadium und der grösste Kobaltproduzent der Welt. Das Unternehmen Richard Bay von Rio Tinto ist weltweit führend bei der Gewinnung und Veredelung von Schwermineralsanden. Rio Tinto ist ein weltweit führender Aluminiumproduzent mit einem umfassenden, vertikal integrierten Business: Bauxitminen und Aluminiumraffinerien sowie Schmelzereien. Ähnlich wie bei anderen Rohstoffen sind die Bestände in den chinesischen Häfen erschöpft, und die Unterbrechung der Exporte aus Guinea hat in jüngster Zeit zu einem Anstieg des Aluminiumoxidpreises von 330 auf 700 US-Dollar pro Tonne geführt.



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

**Marcos Hernández Aguado**
**Alex Rauchenstein**
**Urs Marti**
**SIA-Team**
**November 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

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