

Newsletter

März 2021

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Die Covid-19-Pandemie wird in ein paar Monaten unter Kontrolle sein* 2
- *Der Classic Fonds im Q1 2021* 6
- *Investment Case des Quartals: Grifols, Beispiel von Quality oder GARP* 11
- *Der LTIF Natural Resources Fonds ist gut positioniert für einen langen Aufwärtszyklus* 11
- *Verknappung des Angebots an Rohstoffen und natürlichen Ressourcen: erst der Anfang* 12
- *Energie nähert sich der Kapazität in einer Zeit des Übergangs zu erneuerbaren Energien* 12
- *Das Revival der Kernenergie* 13
- *Auch die Lachsbranche beginnt einen neuen Aufschwung* 14
- *Die Revanche der Minenarbeiter* 14
- *Anhang* 15

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



“ Ein Ölschürfer, der sich auf dem Weg zu seiner himmlischen Belohnung befand, wurde vom Heiligen Petrus mit einer schlechten Nachricht empfangen... Sie sind für den Aufenthalt qualifiziert, aber die für Ölmänner reservierten Zimmer sind voll belegt...

Nach kurzem Nachdenken fragte der Schürfer, ob er ein paar Worte an die Anwesenden richten dürfe, er hob die Hände und rief: "Öl in der Hölle entdeckt". Sofort öffnete sich das Tor des Geländes, und alle Ölmänner marschierten hinaus, um in die untersten Regionen zu gelangen.

Beeindruckt lud Petrus den Ölschürfer ein, einzuziehen und es sich bequem zu machen. Der Schürfer hielt inne... "Nein", sagte er, "ich denke, ich werde mit dem Rest der Jungs mitgehen. Vielleicht ist an dem Gerücht ja doch etwas dran."

B. Graham bespricht Öl mit W. Buffett

Überblick über unsere Fonds

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

March 31, 2021	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	475.18	16.5%	76.6%	8.5%	81
LTIF Natural Resources [EUR]	103.93	19.3%	90.7%	0.2%	38

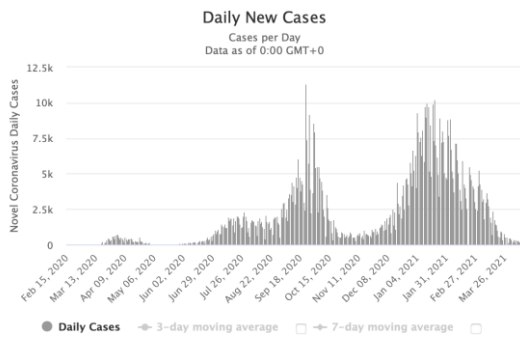
Quelle: SIA Group

Die Covid-19-Pandemie wird in ein paar Monaten unter Kontrolle sein

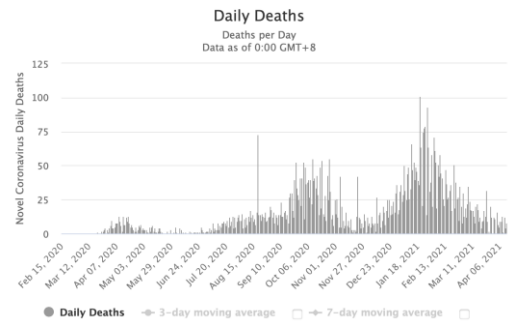
In diesem Quartal haben sich zwei Trends verstärkt, die wir bereits früher in unserem Newsletter erwähnt haben: **eine Verbesserung an der Impfstofffront** und eine **andere Herangehensweise an makroökonomisches Denken**.

Zum ersten: Seit unserem letzten Newsletter wurden mehr als 1 Milliarde Dosen der verschiedenen COVID-19-Impfstoffe verabreicht. Das ist eine schwindelerregende und völlig beispiellose Leistung. Noch vor 18 Monaten war das Virus unbekannt, und jetzt zeichnet sich bereits das Ende der Pandemie ab. Es wird natürlich Zeit brauchen, aber wir zählen in diesem Stadium Monate, nicht Jahre. **Die Erfahrung der wenigen Länder, in denen die Impfungen eine kritische Masse erreicht haben, ist, dass die Ausbreitung der Krankheit spektakulär zurückgeht und es einen grossen Rückgang der schweren Fälle gibt.**

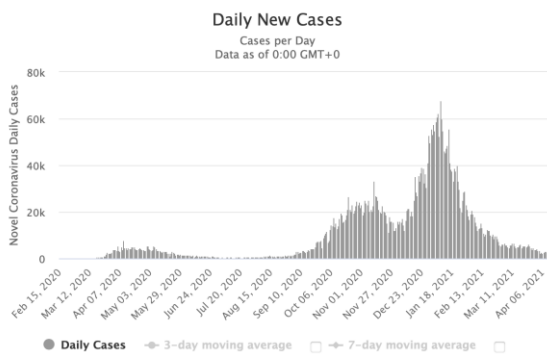
Daily New Cases in Israel



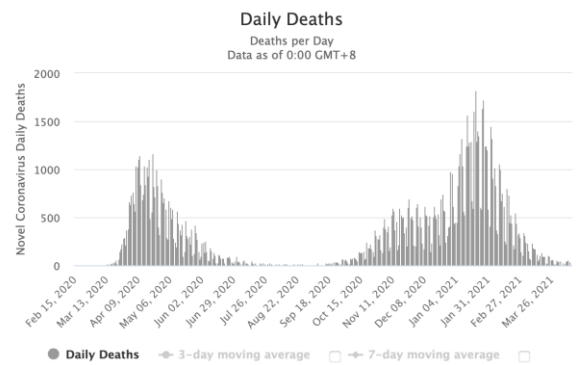
Daily New Deaths in Israel



Daily New Cases in the United Kingdom



Daily New Deaths in the United Kingdom

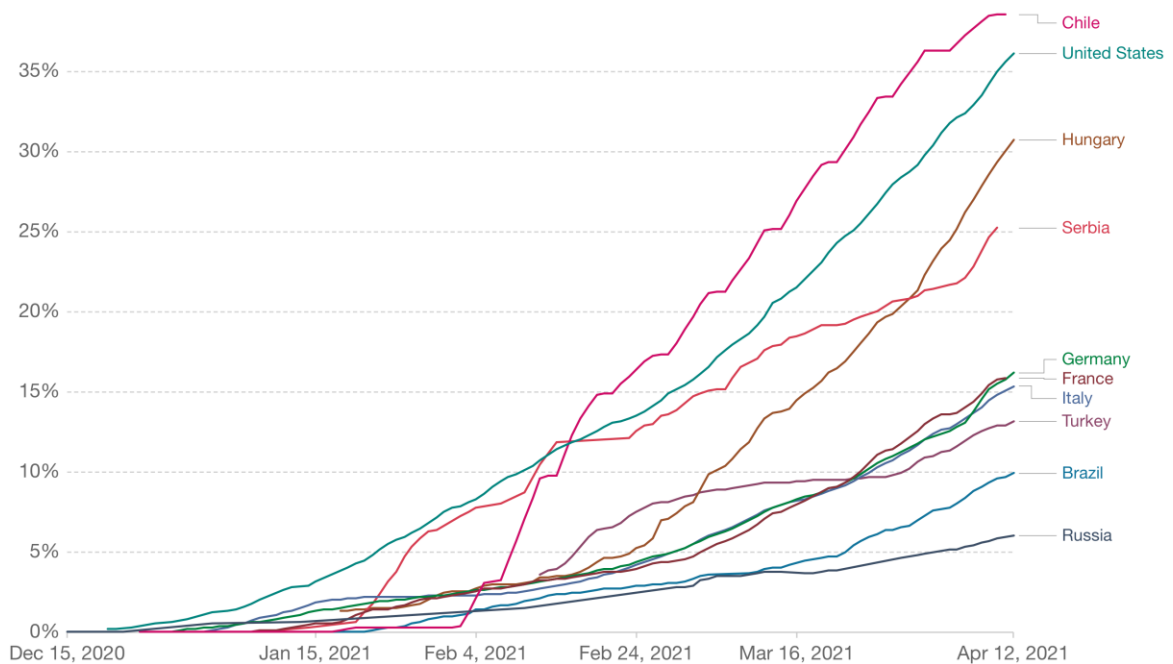


Quelle: Worldometers

Selbst Länder, die erst spät mit den Impfungen begonnen haben, lösen allmählich die Versorgungs- und Logistikprobleme und kommen schnell voran.

Share of people who received at least one dose of COVID-19 vaccine

Share of the total population that received at least one vaccine dose. This may not equal the share that are fully vaccinated if the vaccine requires two doses.



Source: Official data collated by Our World in Data – Last updated 13 April, 15:00 (London time)

OurWorldInData.org/coronavirus • CC BY

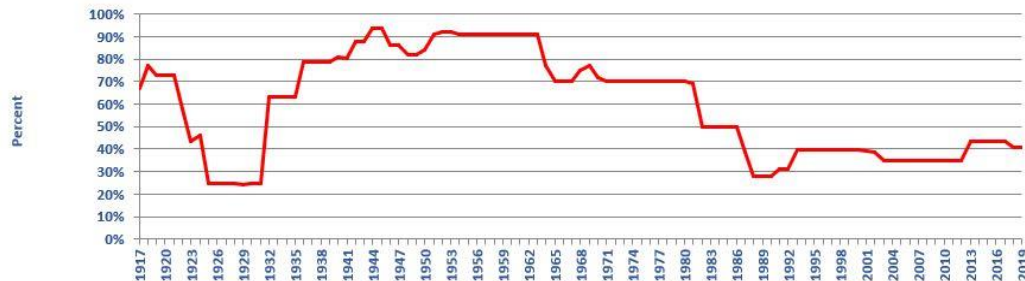
Die Wiederöffnung der Wirtschaft wird natürlich in vielen Bereichen, vom Einzelhandel bis zum Tourismus, ein wenig wie ein "gestauchter Frühling" wirken, was zu einigen Engpässen führen wird. **Diese Engpässe sind bereits in einigen Bereichen zu beobachten, obwohl einige nichts mit der Pandemie zu tun haben, sondern eher mit jahrelangen Unterinvestitionen.** Wir sehen das bei Halbleitern, bei Logistikanlagen, bei einigen Rohstoffen und wir werden das bald bei der Energie sehen. Wir sind ziemlich zuversichtlich, dass es in den nächsten Quartalen eine leichte Inflationswelle geben wird. Es wird nicht einfach sein, Flüge und Hotelzimmer zu niedrigen Preisen zu finden, wenn sich die Dinge wieder öffnen.

Wachstum, Inflation und Zinsen zeigen nach Norden. Die Steuern auch, befürchten wir

Am wichtigsten für den langfristigen Investor ist jedoch der andere Trend, auf den wir in unseren letzten Mitteilungen hingewiesen haben: die schnelle und **dramatische Veränderung der Konsensmeinung über eine angemessene makroökonomische Politik.**

In den letzten 40 Jahren sahen wir einen anhaltenden Rückgang der staatlichen Eingriffe in die Wirtschaft, was durch starke intellektuelle Denkansätze unterstützt wurde. Dies lässt sich zum Beispiel am Rückgang des Grenzsteuersatzes in den USA ablesen - in dem Land, das "die Revolution angeführt" hat.

Top Federal Tax Rates



Quelle: thissiteisbestviewed.com/SIA Group

Es scheint, als ob wir das Ende dieses Weges erreicht haben. Das bemerkenswerte Wirtschaftswachstum der letzten 40 Jahre hat nicht die gesamte Bevölkerung sondern vor allem die wohlhabenderen Bürger voll erreicht. Die "Revolte" ist da, ob man sie nun "gilet jaunes", MAGA oder Brexit nennt.

Wie beim vorangegangenen Richtungswechsel unterstützt ihn ein Wandel im wirtschaftlichen Denken. Die Säulen des alten "Washingtoner Konsenses", der IWF, die Weltbank und die WTO, **pochen nun auf neue Prioritäten wie öffentliche Bildung, öffentliche Gesundheit und Infrastrukturinvestitionen.**

Die USA sind erneut Vorreiter dieser Revolution. Nicht nur, dass das 1,9 Billionen Dollar schwere Konjunkturpaket ohne grosse Probleme verabschiedet wurde oder ein grösseres offensichtlich in Vorbereitung ist, sondern dass solche Pläne die Zustimmung von fast 70 % der Bevölkerung haben, unabhängig von ihrer politischen Zugehörigkeit. Die Stimmung hat sich geändert. Staatliche Ausgaben für saubere Energie, grundlegende Infrastruktur und sogar für die Pflege alter Menschen werden als Notwendigkeit angesehen, meist unabhängig von den fiskalischen Auswirkungen. **Nach einer langen Periode, in der viele das Gefühl hatten, dass die "Ära der grossen Regierung vorbei ist", scheint es, dass diese Ära ein Comeback erlebt. Ein weiteres Indiz für diesen veränderten Konsens ist, dass Vollbeschäftigung derzeit als wichtiger angesehen wird als Inflationskontrolle.**

Dieser Newsletter soll aber keine Debatte über unterschiedliche Wirtschaftsphilosophien sein. Aber wir sind einfach der Meinung, dass sich die oben beschriebene Tendenz durchsetzt und, falls dies der Fall ist, wichtige Auswirkungen für Investoren haben wird. Welche sind das?

Zu erwarten sind ein sanfter Zinsanstieg, eine spürbare Erhöhung der Unternehmenssteuern und der Steuern für Vermögende und - entgegen der bisherigen vorherrschenden Meinung - **eine Steigerung des Wirtschaftswachstums durch die Nachfrage der weniger wohlhabenden Teile der Bevölkerung,** deren Konsumneigung beim Grenzeinkommen deutlich höher ist als die der wohlhabenderen Familien.

Dies wird wahrscheinlich eine **stärkere Betonung von Industriegütern, Rohstoffen und Grundbedürfnissen** bedeuten, aber eine geringere Betonung von Investmenttrends, die rein auf der Wertsteigerung von Vermögenswerten basieren, unterstützt durch sinkende Zinsen. Wenn wir wirklich eine **"Energiewende"** erleben und **gleichzeitig Infrastrukturdefizite beheben wollen, werden wir viele Rohstoffe, Kupfer, Zement, Kabel... und Energie benötigen.** Diese werden nicht an der Wall Street erzeugt.

Vor diesem Hintergrund sollten wir weiterhin nach Werten Ausschau halten und Fehlallokationen (Blasen) vermeiden, die all diese Veränderungen mit sich bringen. Um nur ein Beispiel zu nennen: Die Businesspläne von zehn Elektrofahrzeugunternehmen, die in den letzten drei Monaten an die Börse

gegangen sind, sehen einen Umsatz von \$10 Mrd. in den nächsten sieben Jahren vor (für jedes Unternehmen), und sie sind daher entsprechend bewertet. Um eine Vorstellung davon zu vermitteln, wie unwahrscheinlich dies ist: Das schnellste Unternehmen, das jemals einen Umsatz von 10 Mrd. \$ erreicht hat, war Google, und es hat acht Jahre dafür gebraucht.

Wie immer ist eine sorgfältige Bottom-up-Analyse bestimmter Unternehmen bei der Suche nach starken Unternehmen zu vernünftigen Preisen ein sicherer Weg, um langfristig Kapital zu akkumulieren.

Per Mitte April liegt der LTIF Classic NAV bei EUR 480 p.s. (+18% ytd) ... wieder auf Kurs

Der Classic-Fonds hat alle "Verluste" der Covid-19-Krise wieder aufgeholt und ist mit +18% im bisherigen Jahresverlauf weiter gewachsen, leicht vor globalen Indizes wie dem MSCI World EUR (+12%) oder dem MSCI Value (+14%).

Wir sind recht **zufrieden, dass wir die erste Investitionsprämisse (CP, Capital Preservation) während der Krise eingehalten haben, was in der Praxis die Qualität der Classic-Investitionen** im Gegensatz zu mittelmässigen Unternehmen, Verschuldung, schlechtem Management usw. **zeigt**, die Unternehmen während der Covid-19-Krise zum Scheitern gebracht haben könnten. Die Marktbewertung des Fonds in Q120 war eine der grössten Diskrepanzen, die wir zwischen dem Preis und dem inneren Wert unserer Unternehmen gesehen haben, und zu diesem Zeitpunkt trafen wir wichtige Entscheidungen (wie die Übergewichtung von Kupferunternehmen), die sich positiv auf die Performance des Fonds ausgewirkt haben.

Der Classic hat die Covid-19-Krise mit sehr wenigen Kratzern überstanden, und wir hoffen, dass unsere Anleger (die wie wir stark in den Fonds investiert sind) in Zukunft ruhiger schlafen können: Es wird weitere Rezessionen geben, aber die Qualität des Portfolios wird dafür sorgen, dass wir sie einigermaßen gut überstehen werden. **Genauer gesagt schliesst sich das Investmentteam allmählich der wiederholten Ansicht von Warren Buffett an, dass er sich auf mehr Rezessionen freut, weil Berkshire dann seine besten Geschäfte gemacht hat.**

Seit der Auflegung des Classic im Jahr 2002 (9% p.a.), von den Tiefstständen 2009 (12% p.a.), 10-jährig (7% p.a.), 5-jährig (8% p.a.) und 3-jährig (8% p.a.) hat sich der Wertzuwachs des Classic, egal wie man es betrachtet, auf 8-9% p.a. zubewegt, was nahe an unserem Ziel von 10% liegt. **Wir sind also nahe dran, die zweite Investitionsprämisse zu erfüllen: DP, decent profitability.**

Wir könnten natürlich höhere Renditen anstreben, aber nur, indem wir mehr Risiken eingehen: verschuldete Unternehmen kaufen, Unternehmen kaufen, die sich in der Umstrukturierung befinden, Sektoren und Aktien mit geringerer Qualität ins Visier nehmen, keine Exzellenz bei den Managementteams verlangen usw. Aber das ist nicht unsere Strategie: **Unsere Strategie ist es, in gute Unternehmen zu einem attraktiven Preis zu investieren** und keine Risiken einzugehen, die dazu führen könnten, dass wir die erste Investitionsprämisse (CP) nicht erfüllen. Per Definition können Risiken nicht kontrolliert werden.

Über einen sehr langen Zeitraum hat der Aktienmarkt im Durchschnitt eine Rendite von 6-7 % pro Jahr erzielt und wir glauben, dass wir durch Aktienausswahl und disziplinierte Analysen und Investitionen 3-4 Punkte hinzufügen können, aber nicht mehr. Im Laufe der Jahre haben wir gelernt, dass ein IRR von 20% eine Verdoppelung des Kapitals in 3-4 Jahren bedeutet, aber auch das Eingehen hoher Risiken, die nur zu ganz bestimmten Zeiten und Bedingungen eingegangen werden sollten.

Classics aktueller IRR von 13%, innerer Wert von EUR 675 pro Aktie

Unsere aktualisierten Discounted-Cashflow-Modelle deuten darauf hin, dass der Classic Fonds einen inneren Wert von EUR 675 pro Anteil hat, mit einem mittelfristigen Aufwärtspotenzial von 40% und einem IRR auf die Investition von 13%. Unsere Modelle erwarteten ausserdem einen NAV von rund EUR 475 je Anteil für 2021, ein Niveau, das wir bereits in Q1 erreicht haben.

Aus einem anderen Blickwinkel betrachtet, sollte sich der Classic Fonds (der 2002 mit EUR 100 pro Anteil startete) bei 10% p.a. alle 7 Jahre fast verdoppeln. Unter der Annahme von 21 Jahren Laufzeit und 10% p.a. ergibt sich ein theoretisches Ziel von EUR 740 pro Anteil bis 2023/24 (fast 2x2x2, 8x in 21 Jahren), nicht allzu weit von unserer Schätzung des inneren Wertes von EUR 670 pro Anteil entfernt. Wir glauben, dass wir diese Werte erreichen können, obwohl wir zwei der grössten Krisen der Geschichte erlebt haben: die globale Finanzkrise 2008/2009 und die globale Pandemie 2020/2021.

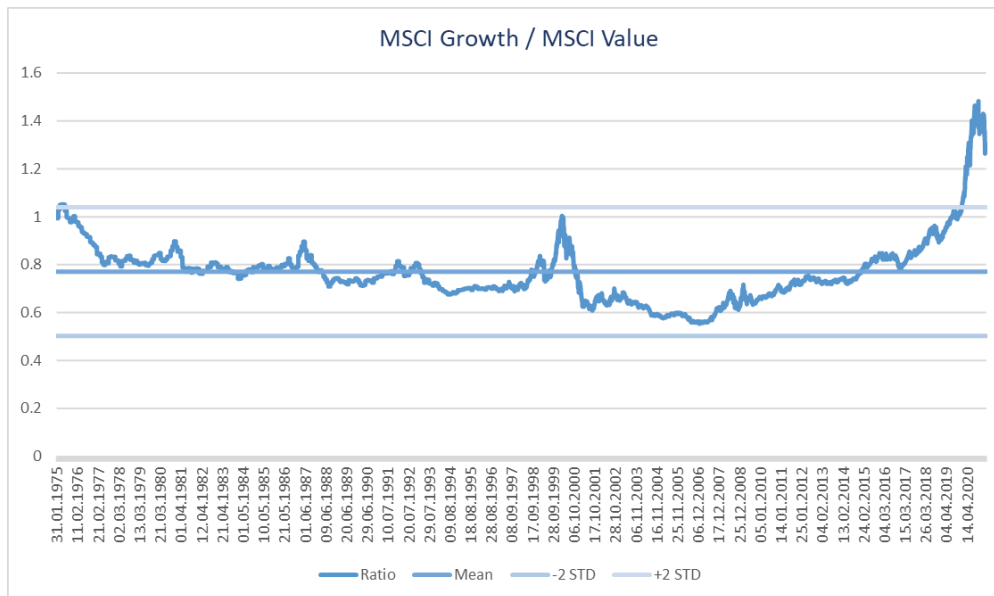
Aktualisierte Detailbetrachtung des Classic Fonds

Wenn wir 4-5 Jahre zurückgehen, hatten wir, im weitesten Sinne, 4 Sektoren/Themen/Treiber mit einer starken Gewichtung im Fonds. **Der erste ist Value, da wir unsere Anlagephilosophie *strategic Value* nennen, gefolgt von Energie (Öl), Rohstoffen (Kupfer) und Lachs. Zwei davon sind bereits ausgereift und haben sich auf die Wertentwicklung des Fonds ausgewirkt (Lachs und Kupfer), aber zwei andere müssen sich noch bewähren: Value und Öl.**

Value ist natürlich unser Hauptaugenmerk für die Outperformance, obwohl wir es in zwei Arten unterteilen: **traditioneller Value, was guten Unternehmen zu einem Abschlag entspricht, und GARP/Quality, was hervorragenden Unternehmen zu einem angemessenen Preis entspricht.** Am Ende von Q121 haben wir 2/3 des Classic Fonds in traditionellem Wert und 1/3 in GARP/Qualität. Einer der grossen Unterschiede zwischen SIA und anderen Value-Managern oder -Investoren besteht darin, dass wir keine schlechten Unternehmen um jeden Preis kaufen, weil sie eine Reihe negativer Optionen haben, die die erste Anlageprämisse (Kapitalerhalt) gefährden. **Aus der Risikoperspektive, einer anderen Ebene, haben wir jetzt 55% des Fonds in den Kategorien Cat1-2 (geringes Risiko) und 45% in den Kategorien Cat3-4 (höheres Risiko), wobei hervorzuheben ist, dass es nur noch einen Namen in Cat4 gibt (Hudbay Minerals, ein Kupferbergwerk).**

Wir verstehen, dass wir bei der Anwendung der ersten beiden Investitionsprämissen (CP+DR) extrem diszipliniert sein müssen, ohne die anderen beiden Regeln zu vergessen, die das Orakel von Omaha (Buffet) häufig erwähnt: **Regel Nr. 1 ist: Verliere niemals Geld. Regel Nr. 2 lautet: Vergiss niemals Regel Nr. 1.**

Zurück zu den Performancetreibern des Classic Fonds: Nach 5 Jahren Underperformance hat **die Value-Strategie begonnen, sich zu erholen und sollte dies in den kommenden Jahren fortsetzen** (der Wirtschaftszyklus und die Bewertung werden die Dauer diktieren). Darüber hinaus beginnt nach einem Jahrzehnt der Underperformance auch der **Ölsektor aufgrund des starken Rückgangs der Investitionen einen Aufschwung**, der ab 2022 einen defizitären Markt erwarten lässt.



Quelle: Bloomberg/SIA Group

Erhöhte Exposition gegenüber kommerzieller Luft- und Raumfahrt, Dienstleistungen (Catering und Reinigung) und Lachs (wieder!)

Im Allgemeinen ist der Classic Fonds nach Regionen und Sektoren gut diversifiziert (auch wenn er nur etwa 30-35 Aktien besitzt), aber von Zeit zu Zeit nutzen wir die Marktrückgänge, um in bestimmte Sektoren zu investieren oder unsere Anlagen weiter zu konzentrieren.

Die Covid-19-Krise hatte negative wirtschaftliche Auswirkungen auf viele Unternehmen (z. B. Freizeit, Fluggesellschaften, Tourismus und Hotels), und wir haben nicht aufgehört, nach Kaufgelegenheiten in diesen Branchen zu suchen. Nach langer Arbeit und Diskussion haben wir **unser Engagement in drei Sektoren erhöht: Luft- und Raumfahrt (MTU Aeroengines, Raytheon und Thales), Catering und Reinigung (Sodexo, Compass Group und ISS) und wieder einmal Lachs (Grieg Seafood, Leroy Seafood und Mowi)**. In jedem Sektor haben wir etwa 10 % des Fonds investiert.

Bei diesen neun Unternehmen konzentrierte sich die Investmentanalyse auf eine einzige Idee: Die Covid-19-Krise hat dazu geführt, dass die Nachfrage leidet, die Unternehmen ein paar Jahre lang weniger verdienen und die Aktien fallen. Im Gegensatz dazu hat keines dieser Unternehmen eine strukturelle Veränderung erfahren: Die Luft- und Raumfahrt wird sich erholen, sobald die Flugzeuge wieder normal fliegen (2022 oder 2023), die Lachsnachfrage wird sich normalisieren, wenn sich der HORECA-Sektor (Hotels, Restaurants und Catering) erholt, und das Gleiche passiert im Catering- und Reinigungssektor, wenn auch hier mit höherem Wachstum, weil wir glauben, dass die Krise das Outsourcing ankurbeln wird. Was bedeutet das? Ganz einfach, dass sich die Unternehmen, ihre Gewinne und Bewertungen in den nächsten Jahren normalisieren werden, da es keine strukturellen Veränderungen gibt, die niedrigere intrinsische Bewertungen rechtfertigen.

Kurz gesagt, der Classic Fonds hat derzeit 4 Hauptwertschöpfungsthemen: Öl (15%), Luft- und Raumfahrt (10%), Lachsfarmen (10%) und Catering/Reinigungsdienste (10%), die fast die Hälfte des Fonds ausmachen. Darüber hinaus gibt es einige Schwergewichte mit Positionen von rund 5%: Grifols, Henkel, Devro, HeidelbergCement und ING, allesamt starke, preiswerte Unternehmen mit positiven Aussichten, die weitere 25% des Classic ausmachen. Der Rest sind verschiedene/unterschiedliche Unternehmen innerhalb der strategischen Value- oder Quality/GARP-Körbe.

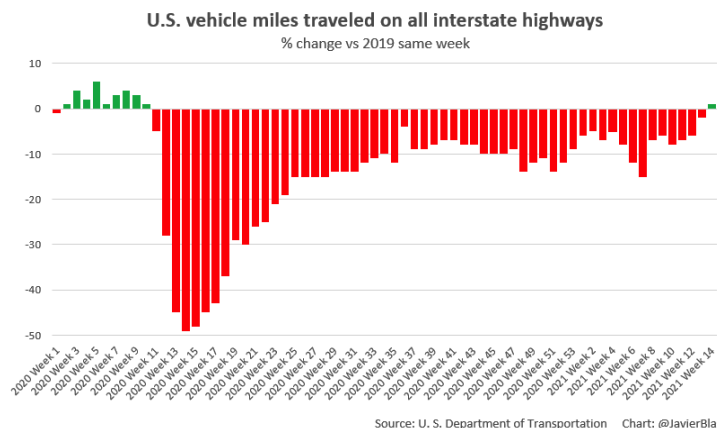
Eine weitere wichtige Änderung im Classic ist schliesslich die Reduzierung der Gewichtung von Kupferminenunternehmen von 15% auf rund 5% nach der starken Neubewertung des Sektors. Dies ist ein Sektor, in dem wir langfristig sehr positiv eingestellt sind und jede Börsenkorrektur nutzen werden, um die Positionen wieder zu erhöhen.

Wir haben intern auch den Kauf einiger Billigfluglinien diskutiert, aber der rasante Anstieg der Aktien hat uns daran gehindert, die Due Diligence zu machen, die wir machen wollten.

Brent bereits bei \$65 und die globale Nachfrage wird nach oben überraschen

Wir haben etwa 15 % von Classic (Höchstgrenze) in Öl (E&Ps) investiert. Wir fühlen uns mit dieser Position recht wohl, da der Markt nach den OPEC+-Kürzungen, dem Schieferkollaps und den marginalen Bohrlochschliessungen, die durch die niedrigen Ölpreise aufgrund der Covid-19-Krise verursacht wurden, in ein Produktionsdefizit geraten ist.

Dank der OPEC+ haben sich die Preise innerhalb von 6 Monaten auf ein Niveau von \$65 Brent erholt, mehr oder weniger wie erwartet. Sobald die Covid-19-Krise in die Phase der Impfkontrolle eintritt (H221), wird es einen starken Anstieg der Nachfrage geben (wir schätzen etwa 5-6 Mio. b/d), gefolgt von einer kontrollierten Rückkehr der OPEC+, um diese Nachfrage zu decken. Die Erholung des Strassenverkehrs in den USA ist bereits im Gange (siehe Grafik unten), während sich Europa ab dem Sommer stark verbessern wird.



Die Vorräte liegen nahe am Durchschnitt der letzten Jahre (ca. 7 Mrd. Barrel weltweit und 3,0 Mrd. Barrel in der OECD) und wir schätzen, dass derzeit nur noch ca. 300-400 Mio. Barrel an überschüssigen Vorräten in Q2-Q3 absorbiert werden müssen. Es besteht eine sehr hohe Korrelation zwischen den Lagerbeständen und den Ölpreisen, und wir haben ein Niveau von 65 \$ Brent erwartet, sobald die Schwemme korrigiert ist. Wir sind mehr oder weniger dort, obwohl die börsennotierten Unternehmen diesen Preis noch nicht widerspiegeln: **Laut CSFB diskontieren die aktuellen Preise der Ölunternehmen an der Börse einen Preis von 50 \$ Brent pro Barrel.**

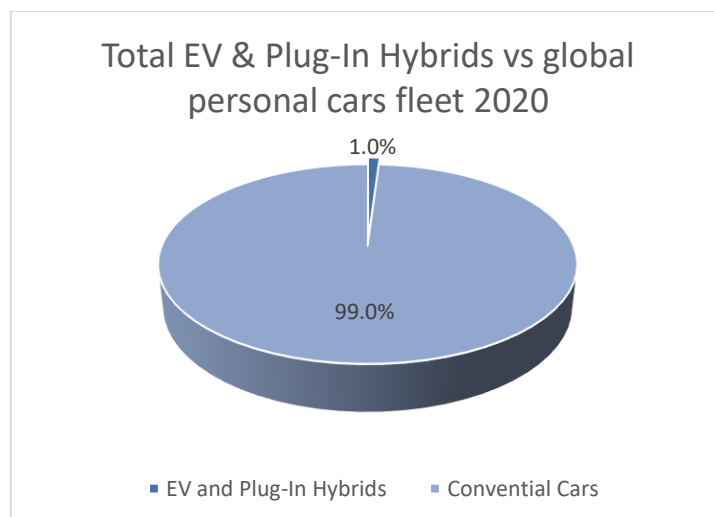
Mit Blick auf die nächsten 2-3 Jahre sind die Berechnungen einfach: **ein aktuelles Defizit (Q121) von ca. 2 Mio. b/d und eine um ca. 6 Mio. b/d steigende Nachfrage bis Ende 2022E, was einem Bedarf von 8 Mio. b/d entspricht, ein Volumen, das der Überkapazität der OPEC+ entspricht.** Mit anderen Worten: Ohne auf Details und mögliche kurzfristige Probleme (Iran, Venezuela, geostrategische Stabilität usw.) einzugehen, wird der Bedarf an neuer Produktion, d. h. an neuen Bohrungen, ab 2023 prognostiziert.

Schieferöl könnte bei Preisen über 60 \$ in 2-3 Jahren 1-1,5 Mio. b/d liefern, aber es wird nicht in der Lage sein, den globalen Rückgang (etwa 3-4 Mio. b/d pro Jahr) und das Nachfragewachstum (1 Mio. b/d pro Jahr nach dem Sprung im Jahr 2021) auszugleichen. Wir werden Tiefseeöl, Ölsande und andere marginale Barrel benötigen.

Die Welt wird nach 10 Jahren sehr niedriger Investitionen mehr Bohrungen brauchen, aber das Problem ist, dass diese Projekte 6-7 Jahre der Ausführung benötigen. **Dies deutet auf einen defizitären Markt hin, auf hohe Preise (wir schätzen etwa \$75/80 Brent), um Anreize für neue Projekte zu schaffen, und auf eine neue Produktion, die erst mittelfristig eintreffen wird.** Wir sind in einen neuen Aufwärtszyklus eingetreten, der, wie bei allen Rohstoffen, lange dauern wird, möglicherweise mehr als 5 Jahre, bis die Energiewende beginnt, sich signifikant auf die Nachfrage auszuwirken, was wir nicht vor dem Ende dieses Jahrzehnts schätzen.

Es hat sich jedoch ein starkes Narrativ entwickelt, dass der Ölverbrauch kurz vor dem Zusammenbruch steht und die Aktienkurse spiegeln diese zukünftige Rentabilität nicht wider. Die Realität ist, dass die Welt Jahrzehnte brauchen wird, um sich vom Öl zu entwöhnen. **Zumindest in den nächsten 10 bis 20 Jahren wird es mehr benzinbetriebene Fahrzeuge auf der Welt geben (Pkw und Lkw) als heute, selbst wenn sich Elektrofahrzeuge viel schneller entwickeln als erwartet.** Der Grund dafür ist, dass die Zunahme des Autobesitzes in weniger entwickelten Ländern stattfindet, in denen Elektrofahrzeuge einfach unerschwinglich sind (und in den meisten Fällen nicht über die nötige Infrastruktur verfügen).

In einem der nächsten Newsletter werden wir tiefer auf die Energiewende eingehen, aber im Moment scheint uns klar zu sein, dass die Auswirkungen auf die Ölnachfrage zumindest bis zum Ende dieses Jahrzehnts marginal sein werden. Es geht nicht nur darum, den Verkehrsmix zu ändern (die Durchdringung von Elektroautos, einschliesslich PHEVs, liegt derzeit bei etwa 4,2 % der jährlich verkauften Neuwagen), sondern auch darum, die Infrastruktur zu ändern (erneuerbare Energien, Stromnetze, Ladestationen usw.), die Batterietechnologie zu entwickeln und den globalen Stromerzeugungsmix zu ändern. Darüber hinaus müssen wir die Schwellenländer berücksichtigen, die noch weit von den Standards der Entwicklungsländer entfernt sind und sich nicht so schnell entwickeln können.



Quelle: EV-volumes.com/SIA Group

Wir bei SIA glauben an den Klimawandel und die Energiewende, aber es wird länger dauern, als allgemein wahrgenommen wird. In der Zwischenzeit werden enorme Investitionen notwendig sein, um die Welt am Laufen zu halten.

Investment Case des Quartals: Grifols, Beispiel von Quality oder GARP

Wir diskutieren oft darüber, ob wir neue Unternehmen in das Portfolio aufnehmen sollen, insbesondere ob ein Unternehmen besser oder schlechter ist als die, die wir bereits besitzen. **Manchmal ist es jedoch am einfachsten, die Gewichtung eines Unternehmens, das wir bereits besitzen, zu erhöhen**, und ein grosser Unterschied zwischen einem Portfolio und anderen liegt in der Gewichtung der Beteiligungen.

Bei SIA neigen wir dazu, unseren Einstandspreis zu verbilligen, wenn unsere Aktien fallen, und Grifols ist ein gutes Beispiel dafür. Angesichts der Aktienmarkterholung seit Q220 hat sich Grifols nicht nur nicht erholt, sondern ist weiter gefallen. Nach der Überarbeitung unserer Anlagethese haben wir unseren Anteil erhöht, der derzeit bei 5% liegt.

Grifols ist ein führender Hersteller von Plasmaproteinen, wobei wir schätzen, dass die 3 Hauptakteure, zu denen Grifols gehört, einen Marktanteil von über 70% haben. Es handelt sich um ein hervorragendes Geschäft mit einem nachhaltigen Wachstum von 7-8%, EBITDA-Margen nahe 30% des Umsatzes und guten Renditen (bereinigt um Akquisitionen).

Warum ist die Aktie gefallen? Schlechte Ergebnisse in den Jahren 2020 und 2021 aufgrund des Covid-19-Einflusses auf Blutentnahmen und Anzahl durchgeführter Operationen, Akquisitionen und steigende Finanzverschuldung sowie die Ankündigung mehrerer Pharmaunternehmen, Konkurrenzprodukte lancieren zu wollen.

Nach einer eingehenden Prüfung sind wir zu dem Schluss gekommen, dass: 1) der Ergebnisrückgang vorübergehend ist und sich die Ergebnisse von Grifols 2022 wieder normalisieren werden; 2) die Akquisitionen strategisch sinnvoll sind und die Marktzutrittsschranken des Unternehmens stärken; 3) die Verschuldung zwar hoch ist, sich aber in Grenzen hält (4x EBITDA), und 4) ständig verschiedene Konkurrenzprodukte entwickelt werden und wir in keinem von ihnen mittelfristig ein relevantes Risiko sehen. **Dieser letzte Punkt ist für uns das eigentliche Hauptrisiko dieser Investition, welches wir im Auge behalten müssen.**

Die Vorzugsaktie handelt derzeit bei einem KGV von 13x 2022, während das historische Durchschnitts-KGV bei 20x liegt. Die Stammaktie wird mit einem KGV von 21x 2022 gehandelt, verglichen mit dem Konkurrenten CSL mit einem KGV von 40x. **Wir fühlen uns wohl mit Grifols, dessen DCF uns einen inneren Wert von 24 EUR pro Aktie (sie wird zu 15 EUR gehandelt) und einen IRR auf die Investition von 14-15% liefert. Dies ist ein nahezu perfektes Beispiel für Quality oder GARP.**

Der LTIF Natural Resources Fonds ist gut positioniert für einen langen Aufwärtszyklus

Auch der Natural Resources Fund hat alle "Verluste" von Q120 wieder aufgeholt und notiert nun über EUR 105 je Anteil. **Nach unseren DCF-Modellen hat der Fonds derzeit einen inneren Wert von EUR 150 pro Anteil und der IRR beträgt bei den aktuellen Preisen 14%.**

Wir möchten Sie daran erinnern, dass unsere Schätzungen und DCFs für unsere Rohstoffunternehmen auf der Basis von Konvergenzpreisen berechnet werden (d.h. Rohstoffpreise im Anreizregime, nicht höher, und Gewinne/Renditen in der Mitte eines Zyklus) im Gegensatz zu der starken Volatilität der Rohstoffpreise als auch der Branche. Zu den Tiefstständen der Pandemie lag der Fonds bei EUR 50 pro Aktie, also bei 33% seines inneren Wertes. Wendet man diese Varianz in umgekehrter Richtung an, könnte dieser Fonds bei etwa EUR 250 pro Anteil handeln - wir werden sehen.

Die Verringerung der Gewichtung von Kupfer im Fonds nach der starken Neubewertung des Sektors (obwohl er mit einer bereinigten Gewichtung von ca. 20 % des Fonds immer noch sehr relevant ist) und der Anstieg des Ölpreises (der zwar gestiegen ist, aber noch nicht das Niveau vor der Covid-19-Krise erreicht hat) waren die wichtigsten Aspekte der letzten Monate.

Wir haben **42% des Natural Resources Fonds in Öl, 20% in Kupfer und weitere 20% in Bergbau (ohne Kupfer)**, insbesondere Nickel und Uran. Schliesslich haben wir **10% in Infrastrukturen** (ein zunehmend interessanter Sektor, in dem in den kommenden Jahren hohe Investitionen vorgesehen sind) und weitere **10% in Landwirtschaft/Nahrungsmittel**, insbesondere in Lachsfarmen.

Verknappung des Angebots an Rohstoffen und natürlichen Ressourcen: erst der Anfang

Da die Weltwirtschaft/Nachfrage auf das Ende von Covid-19 (möglicherweise im Jahr 2022) zusteuert, werden Probleme mit der Produktion und Versorgung mit Rohstoffen und natürlichen Ressourcen deutlich. Im Grossen und Ganzen werden diese Spannungen auf logistische Probleme im Zusammenhang mit Covid-19 zurückgeführt, aber das ist nur die Spitze des Eisbergs: **Sie werden bald zu einem strukturellen Problem aufgrund eines Jahrzehnts grob unzureichender Investitionen in neue Projekte.**

Seit Anfang 2021 haben wir Preissteigerungen bei den meisten Rohstoffen und anderen Halbfertigprodukten erlebt, die bestenfalls auf Verzögerungen zurückzuführen sind. Es gibt Engpässe bei Metallen, Legierungen und Stahl, die sich mehr oder weniger stark auf die meisten Branchen ausgewirkt haben.

In der Bergbauindustrie sind schätzungsweise 6-7 % der Produktionskapazitäten aufgrund verschiedener Faktoren (Wetter, Unfälle, Arbeitsprobleme, Politik und Covid-19) ungenutzt.

Spannungen gibt es auch in der Containerschifffahrt, im Massengutverkehr und in der Rohölfracht, da die Aufträge für neue Schiffe auf einem historischen Tiefstand sind, was zu Kapazitätsproblemen führt. Wahrscheinlich werden die Transportpreise weiter steigen, was sich auf Länder/Unternehmen auswirken wird, die Eisenerz, Kohle, Bauxit, Kali, Getreide, Chemikalien sowie alle Arten von Rohstoffen importieren. In gut versorgten Märkten sind die Auswirkungen auf die Preise gering, aber in Märkten mit Lagerknappheit sind die Preise die einzige mögliche Anpassung.

Es stimmt, dass viele logistische Probleme auf die Covid-19-Krise zurückzuführen sind (Schliessung von geografischen Gebieten, Sektoren, Unternehmen usw.), aber hinter diesen kurzfristigen logistischen Problemen stehen strukturelle Probleme in so wichtigen Sektoren wie der Halbleiterindustrie, der Infrastruktur, der chemischen Industrie, der Stromerzeugung, dem Transportwesen usw. Für einige Branchen wird es immer schwieriger, benötigte Materialien und Teile zu beschaffen, was zu Spannungen in den Lieferketten, Verzögerungen, Preiserhöhungen und sogar Rationierungen führt (z. B. Chips für die Automobilindustrie). **Dies ist erst der Anfang, und wir glauben, dass wir im Rahmen der aktuellen Energiewende einen Investitionszyklus von mehreren Jahrzehnten vor uns haben.**

Energie nähert sich der Kapazität in einer Zeit des Übergangs zu erneuerbaren Energien

Im Winter 2021 traten eine Vielzahl von Energieversorgungsproblemen auf: Stromausfälle in Texas, Japan, Pakistan und vielen anderen Gebieten, die den Mangel an Investitionen in den letzten Jahren verdeutlichen. Zumindest haben wir gesehen, dass ein kalter Sturm in vielen geografischen Gebieten einen sehr deutlichen Anstieg der Strompreise verursachen kann, der sogar zu Stromausfällen in so fortschrittlichen Ländern wie Japan und den USA führt.

Es gibt auch grosse Ineffizienzen, wie z. B. in Texas in diesem Winter, wo Winterstürme 20% der Stromerzeugungskapazität (Windkraft) abschalteten, während das mit der Ölproduktion verbundene Gas weiterhin abgepackelt wurde (oder, was noch schlimmer ist, Treibhausgase in die Atmosphäre entweichen konnten), da es keine Infrastruktur zur Gasverarbeitung gab.

Wir haben auch Energieprobleme in einem Land wie Japan gesehen, das nicht genügend Gaslieferungen hatte, in Südafrika, wo Eskom (der Stromversorger) seine Tarife um 15% erhöht hat, während Gazprom Europa mit Rekordgasmengen versorgt hat.

Die Energiewende hin zu erneuerbaren Energien findet zu einer Zeit statt, in der Erzeugungskapazitäten und Reservesysteme sehr knapp zu sein scheinen. Die weltweite Stromerzeugungskapazität ist immer noch zu mehr als 50% von Kohle abhängig, was bedeutet, dass über mehrere Jahrzehnte hinweg sehr grosse Investitionen erforderlich sein werden, um den aktuellen Mix zu ändern.

Das Revival der Kernenergie

Obwohl es keine Auswirkungen auf den unmittelbaren Endverbrauch von Uran hat, **geht die Debatte über das Revival der Kernenergie weiter.** Nach den Problemen mit der Gasversorgung diskutiert Japan, das das grösste Problem hat, über die Notwendigkeit, seine Kernkraftwerke wieder in Betrieb zu nehmen, während die französische Aufsichtsbehörde ASN vor kurzem den Weiterbetrieb der 900-MW-Reaktoren von EDF über die vorausberechneten 40 Jahre hinaus genehmigt hat.

Japans J-Power plant, seine CO₂-Emissionen bis 2030 um 40% zu reduzieren und wird den Bau des nach Fukushima eingemotteten Kernkraftwerks Ohma wieder aufnehmen. Dies wird das einzige japanische Kernkraftwerk sein, das MOX-Brennstoff verwenden kann, der durch das Recycling von abgebranntem Brennstoff hergestellt wird, indem Plutonium mit wiederaufbereitetem Uran gemischt wird.

Polen plant den Bau von sechs Kernkraftwerksblöcken bis 2043, um seine Abhängigkeit von Kohle zu verringern; der erste Block wird in Danzig gebaut und soll 2033 in Betrieb genommen werden. Auch Ungarn hat einen Kapazitätsausbau angekündigt. Sein Strommix besteht aus 49% Kernkraft, 23% Erdgas und 15% Kohle.

Rosatom baut vier Reaktoren in der Nähe von Mersin in der Türkei. Nach Angaben der türkischen Behörden soll die erste derartige Anlage in der Türkei im Jahr 2023 in Betrieb gehen und 10% des Stroms des Landes liefern.

In China wurde am 30. Januar ein historischer Tag gefeiert: Hualong One in Fuqing, die erste voll ausgebaute Anlage in China, ging ans Netz. Der 1000-MWe-Druckwasserreaktor der dritten Generation wurde innerhalb von fünf Jahren gebaut, acht weitere Reaktoren sind im Bau. Pakistan hat bereits fünf Hualong-One-Reaktoren bestellt. Verhandlungen werden auch mit der Türkei, Argentinien und Südafrika geführt.

Das chinesische Design hat verblüffende Ähnlichkeiten mit modernen französischen, russischen und US-amerikanischen Reaktoren. Das ist kein Zufall, denn Rosatom, Areva und Westinghouse haben mehr als ein Dutzend moderner Kernkraftwerke in China gebaut. Derzeit machen es die Chinesen selbst, und im Gegensatz zu den älteren Anlagen sind sie flexibel in der Produktion. Der Preis ist unschlagbar. Man schätzt, dass die Anlage 2,5 Milliarden Dollar gekostet hat, ca. ein Viertel von dem, was es in Europa gekostet hätte.

Seit 2011 hat China seine Atomstromproduktion auf 35 TWh oder um 500% gesteigert. Trotzdem macht sie immer noch nur 5% der Stromproduktion aus und das Land plant, seine Leistung bis 2035 erneut zu vervierfachen.

Allen Schlagzeilen zum Trotz hat China seine kohlebefeuerte Kapazität im Jahr 2020 um mehr als alle bestehenden kohlebefeuerten Kapazitäten in Kontinentaleuropa erhöht. Viele Entwicklungsländer haben ein weitaus höheres Energiebedarfswachstum als die OECD-Länder und sind daher gezwungen, in

alle Erzeugungsquellen zu investieren: Kohle, Gas, Kernkraft, Solar, Wind, Wasserstoff, Wasserkraft usw., wobei sie mit derjenigen beginnen, die am ehesten zur Hand ist, was in der Regel Kohle ist.

Auch die Lachsbranche beginnt einen neuen Aufschwung

In einigen Bereichen der Lebensmittelindustrie sehen wir einen ähnlichen Trend wie bei den Rohstoffen. Da die HORECA-Nachfrage dramatisch gesunken ist, ist der Verbrauch einiger Lebensmittel in diesem Kanal, wie Fisch (Lachs), Austern und Meeresfrüchte, zurückgegangen. Angesichts der Notwendigkeit, die Lieferketten zu bereinigen, waren die Produzenten gezwungen, zu stark reduzierten Preisen zu verkaufen, aber wenn die Nachfrage wieder anzieht, wird es einen Mangel an Produkten geben und die Preise werden steigen.

Wir haben die Gelegenheit genutzt, unser Lachsengagement in den letzten Monaten wieder aufzubauen, als die Preise pro kg Lachs auf NOK 35 fielen. Die Preise liegen jetzt bereits wieder bei NOK 55-60/kg und die Landwirte sind optimistisch, dass sich die Lage in der zweiten Jahreshälfte wieder normalisiert.

Die Revanche der Minenarbeiter

Zum Abschluss des Newsletters möchten wir die Ikone der Bergbauindustrie, Robert Friedland, zitieren, der kürzlich erklärte, dass **die Welt nach der Krise die Ära der "Revanche der Bergleute" zu werden droht**. Friedland betrachtet die Kupferversorgung auch als eine Frage der nationalen Sicherheit.

Die Welt muss das Ausmass der Aufgabe der Energiewende erst noch begreifen, und das US-Stromnetz ist im Vergleich zu dem Chinas "ein Witz". Kupfer ist so entscheidend für die Stromversorgung, dass es zu einer Frage der nationalen Sicherheit geworden ist. Kupfer ist so entscheidend für die Elektrifizierung der Weltwirtschaft, dass es zu einer Frage der nationalen Sicherheit geworden ist, genug davon zu finden. Bergbauunternehmen werden "echte Helden" sein müssen, und die Regierungen müssen die Industrie umarmen, wenn die Welt einen erfolgreichen Übergang zu sauberer Energie und sauberem Transport schaffen soll. Die Welt muss das Ausmass der Abkehr von fossilen Brennstoffen erst noch begreifen, denn den meisten Stadtbewohnern ist nicht bewusst, woher die Materialien des täglichen Lebens kommen. "Es ist alles Kupfer, Kupfer, Kupfer, Kupfer und Kupfer".

Bei SIA **glauben wir fest an den Mangel an Kapazitäten (und damit an die Notwendigkeit von Investitionen) im Kupfersektor und bei den meisten Metallen, gepaart mit dem Ressourcenbedarf der Ölindustrie in den nächsten 5-10 Jahren**. Daher sind wir der Meinung, dass LTIF Natural Resources von den günstigen Preisen bei vielen Rohstoffen profitieren wird und sehr gut für einen langen Aufschwung positioniert ist.

Darüber hinaus sehen wir in nicht allzu ferner Zukunft eine sehr deutliche Zunahme des Recyclingsektors, der seine Kapazitäten vervielfachen muss, um den Mangel an natürlichen Ressourcen zu kompensieren. Das ist uns wirklich lieber als der Meeresbergbau.

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

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 GBP

ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18'032'305
Bloomberg: LTIFCLS 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

LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10'638'983
Bloomberg: LTIFGEG 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