



**Buscando** Valor

*Tesis de inversión*

*ISS A/S*



*de SIA Funds AG*



**Buscando** Valor

**Rankia**

Junio de 2022



## **SIA Funds. *Valor Estratégico***

Es tiempo de *Valor y Materias Primas*

Junio de 2022

- **SIA, gestora de fondos suiza con filosofía value**
- Estrategia de Inversión
- Pandemia, guerra y ¿riesgo de recesión?
- ¿Y que más nos da?
- El Fondo LTIF Classic
- El Fondo LTIF Natural Resources
- Tesis de Inversión: ISS A/S

- Gestora de fondos suiza. Estrategia **Value, Long-only**
- Tipo **boutique**: 300 millones de euros bajo gestión
- Equipo de 8 personas con **4 profesionales de la inversión con más de 25 años de experiencia**
- Fondos **LTIF Classic, creado en 2002 y con un 9% anual durante 20 años y LTIF Natural Resources** que busca generar valor con la transición energética

- Nos consideramos **inversores-empresarios**, con visión de **largo plazo**
- **Keynes: inversión = protección del capital + retorno decente**
- **No especulamos.** No sabemos si el mercado o las acciones van a subir o van a bajar, invertimos en negocios que van a dar una rentabilidad a largo plazo
- **Buscamos buenos negocios a un precio interesante (con descuento) o negocios normales extremadamente baratos.** No compramos malos negocios a ningún precio

- SIA, gestora de fondos suiza con filosofía value
- **Estrategia de Inversión**
- Pandemia, guerra y ¿riesgo de recesión?
- ¿Y que más nos da?
- El Fondo LTIF Classic
- El Fondo LTIF Natural Resources
- Tesis de Inversión: ISS A/S

Fondo long-only, de filosofía value, que denominamos Strategic Value Investing

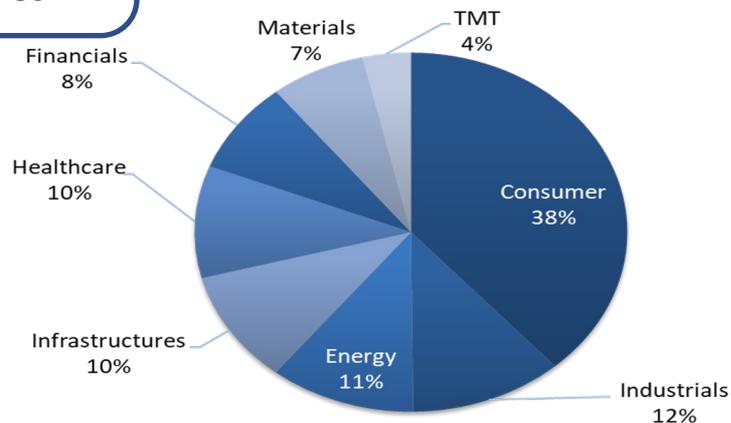
No estamos indexados

Los pesos en sectores y geografías dependen de las oportunidades

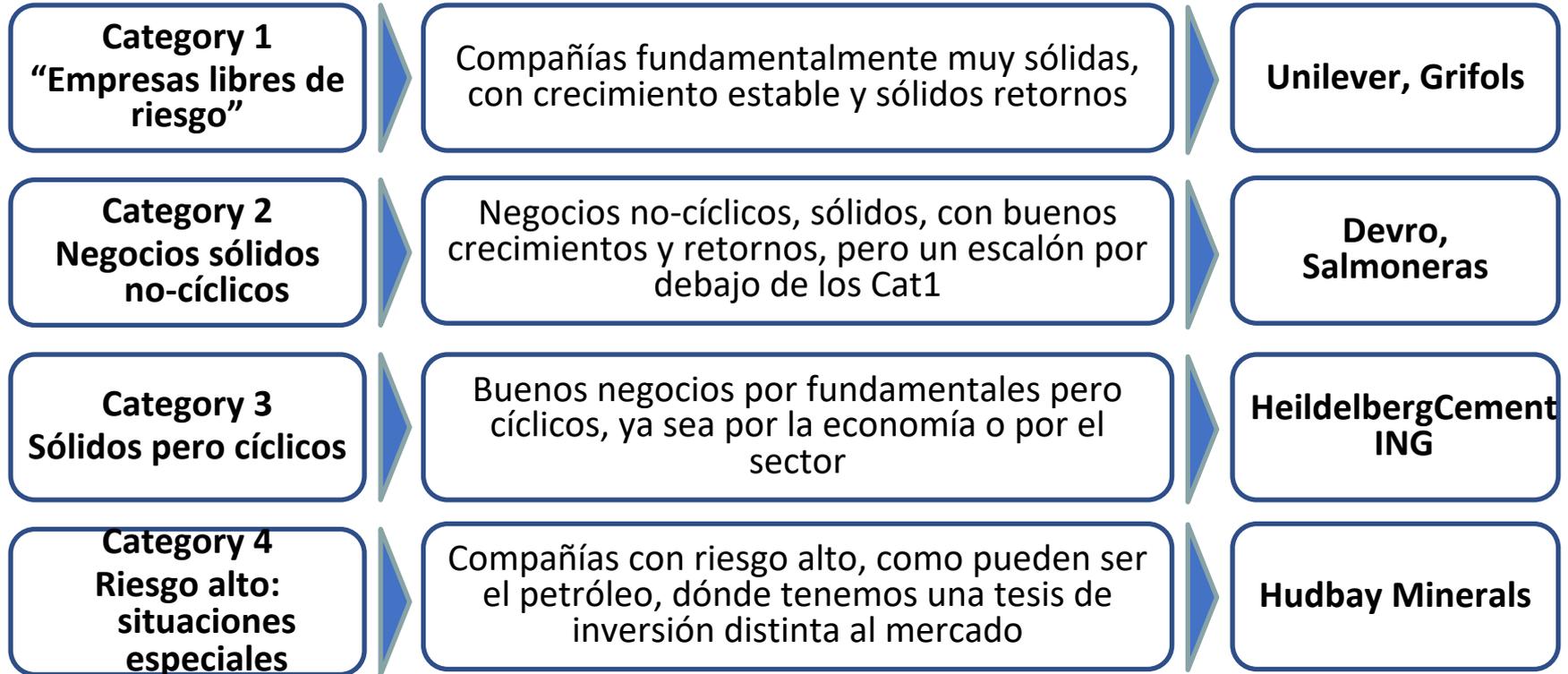
Concentrados en 30 empresas

Análisis Fundamental

Objetivo de estar invertido al 100%

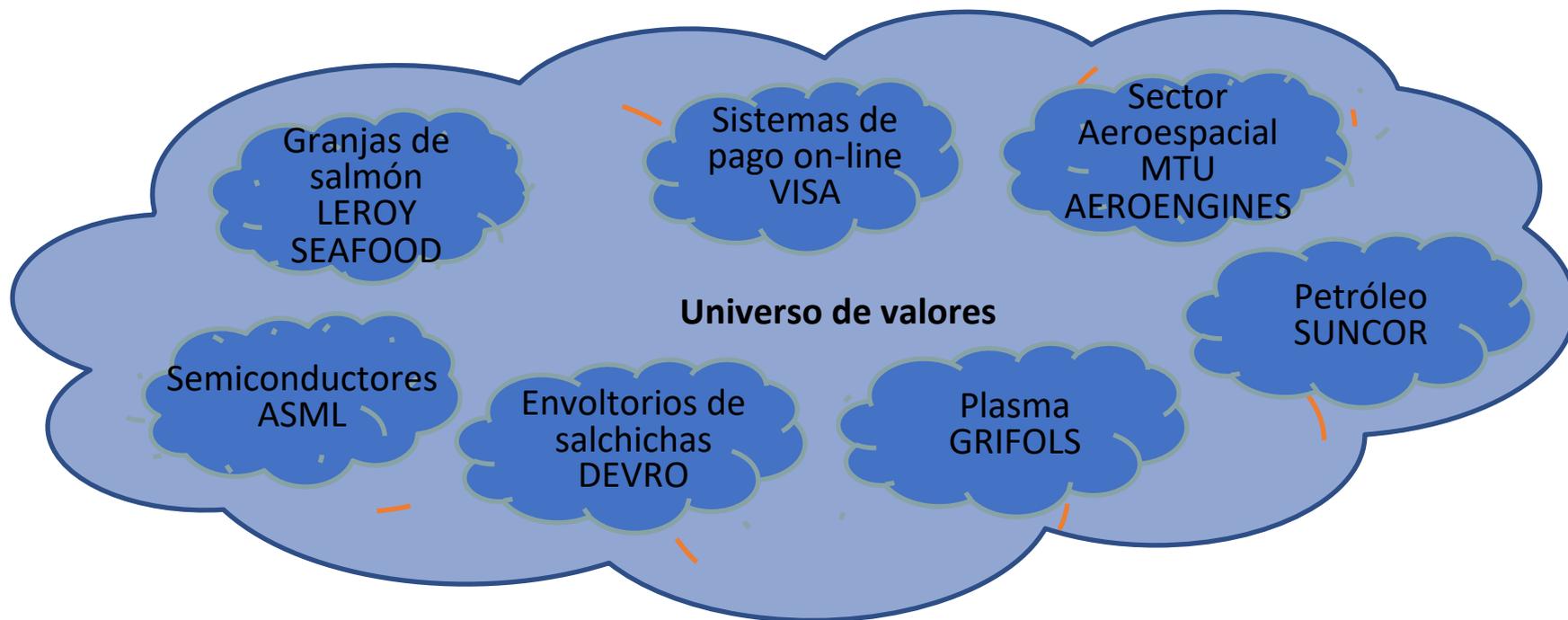


El Classic es una especie de HOLDING de unas 30 empresas, con un riesgo fundamental bajo



**50-60% del Classic en Cat 1-2 y nunca más del 10% en Cat4**

Seguimos 300 empresas en detalle, todos los sectores

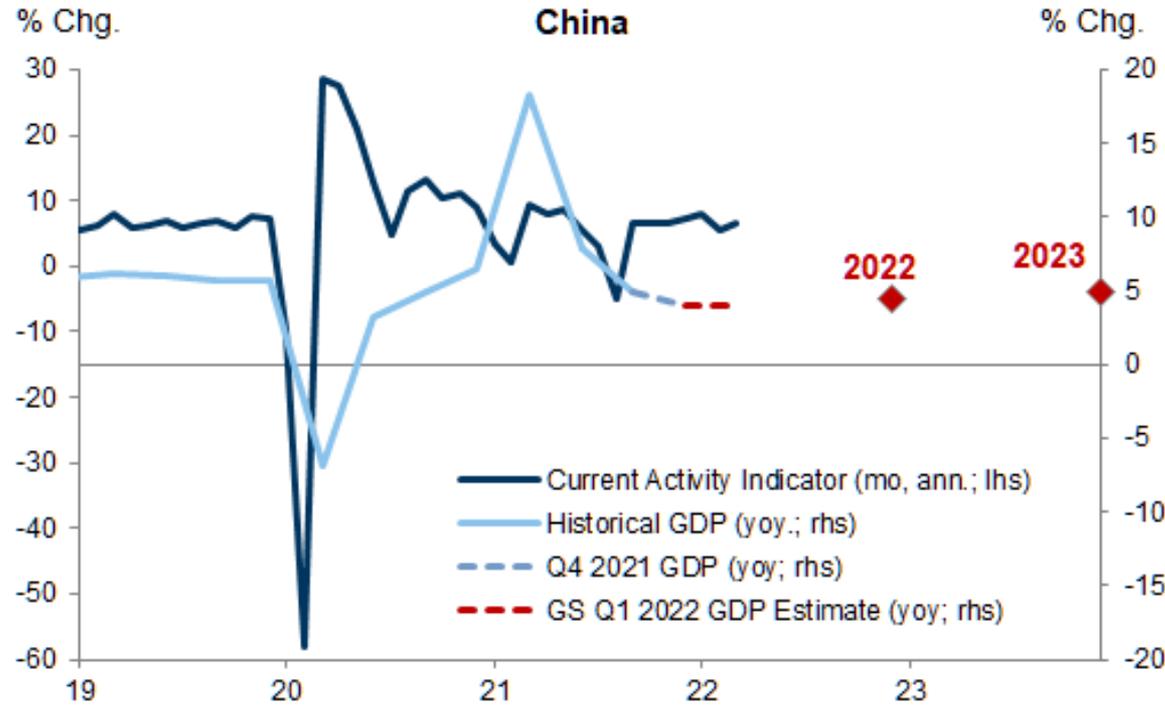


**La volatilidad del mercado da oportunidades de comprar barato**

- SIA, gestora de fondos suiza con filosofía value
- Estrategia de Inversión
- **Pandemia, guerra y ¿riesgo de recesión?**
- ¿Y que más nos da?
- El Fondo LTIF Classic
- El Fondo LTIF Natural Resources
- Tesis de Inversión: ISS A/S

- El **Covid 19 está en las últimas**. China lo controlará (como siempre)
- La **inflación está tocando techo** y se moderará a finales de año
- Estamos en la **última parte del ciclo alcista iniciado en 2009**.
- Ciclo largo pero movido con fuertes caídas de mercado: 1) Crisis de la UE 2011 2) Miedo a la recesión china 2015 3) Inversión de la curva, miedo a la recesión 2018 4) Pandemia global 2020 5) Invasión de Ucrania 2022
- La duración de la parte final del ciclo suele ser de 3 a 4 años. A medida que el *output gap* se estrecha, surgen presiones inflacionistas

**La consolidación cíclica es históricamente buena para el valor y las materias primas.  
Tendencias estructurales: déficit de materias primas, transición energética y reevaluación geopolítica, defensa, ciclo de infraestructuras.**



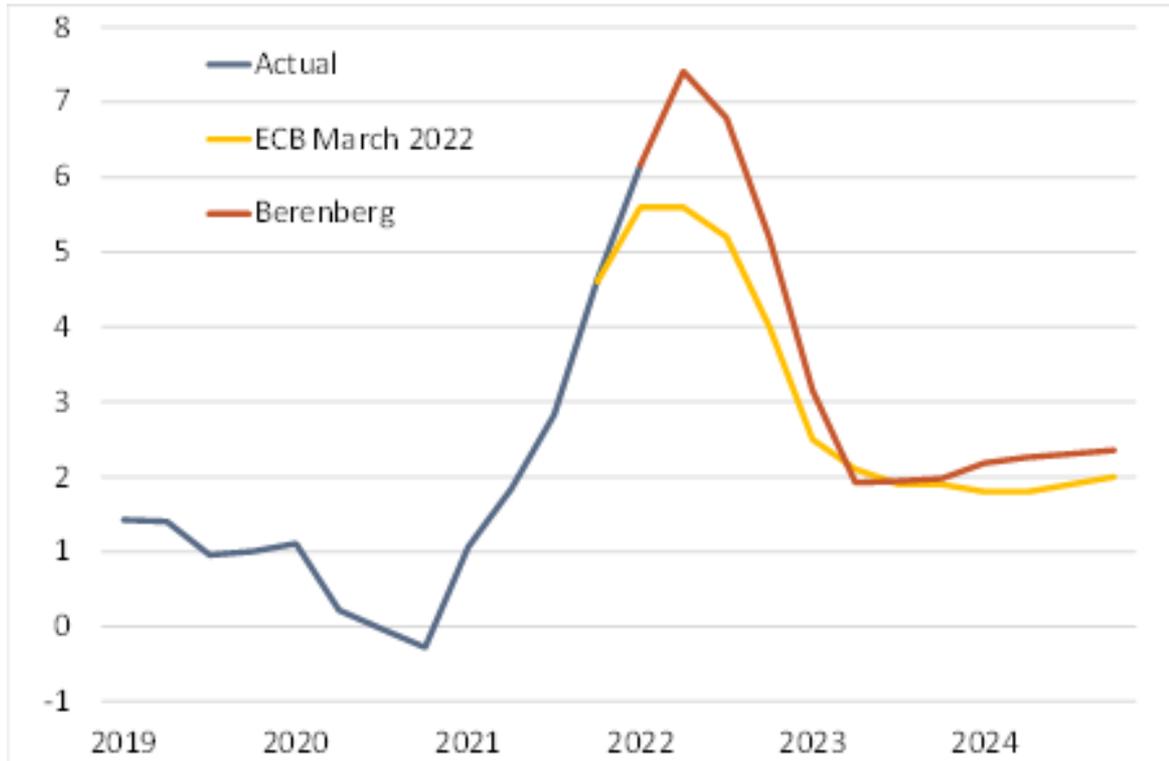
## Riesgos Económicos

- Omicron
- Inmobiliario
- Consumo privado
- Supervisión a las empresas *tech*.

## Factores Positivos

- Exportaciones
- Expansión monetaria y fiscal
- Apoyo al sector inmobiliario
- Infraestructuras
- Sustitución de Rusia

**A pesar de todas las noticias negativas sobre Ómicron, el gobierno chino está sembrando las condiciones para una recuperación. Último recurso: la impresión de dinero**



**La inflación será mayor que en la última década, pero estos niveles son más bien lo normal, no la excepción.**

- **Factores Corto Plazo**
  - Cadena de suministro
  - Omicron en China
  - Invasión de Ucrania
  
- **Estructural**
  - Output gap mayor que en US y UK
  - Crecimiento económico moderado
  - La mano de obra está menos ajustada que en US o UK
  - Sector inmobiliario sólido
  - La inflación de energía y alimentos se moderará

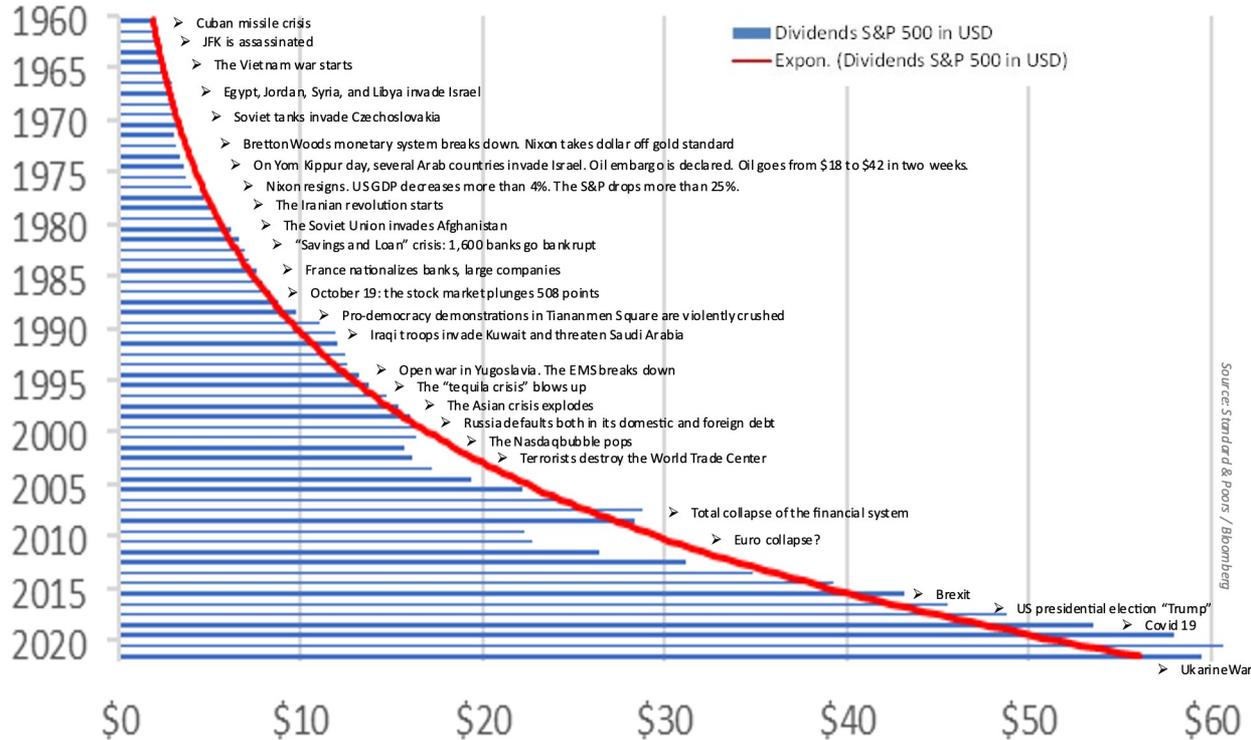
- SIA, gestora de fondos suiza con filosofía value
- Estrategia de Inversión
- Pandemia, guerra y ¿riesgo de recesión?
- **¿Y que más nos da?**
- El Fondo LTIF Classic
- El Fondo LTIF Natural Resources
- Tesis de Inversión: ISS A/S

***“Abnormally good or abnormally bad conditions  
do not last forever.”***

***Benjamin Graham***



**This investment exists, and it's highly liquid.  
It's called the S&P 500**



***“I just hope I see a lot of recessions. Some of Berkshire Hathaway’s best investments have come during periods of economic turmoil.”***

***Warren Buffett***

- SIA, gestora de fondos suiza con filosofía value
- Estrategia de Inversión
- Pandemia, guerra y ¿riesgo de recesión?
- ¿Y que más nos da?
- **El Fondo LTIF Classic**
- El Fondo LTIF Natural Resources
- Tesis de Inversión: ISS A/S

- El fondo LTIF Classic hizo un **+21% en 2021** y lleva un **+15% ytd en 2022**.
- Primera premisa de inversión: **Capital Preservation (CP)**: la cartera tiene calidad, hemos cometido pocos errores y no hemos cambiado ningún eje de creación de valor futuro de la cartera
- 2ª premisa: una **Rentabilidad Decente (RD)**. El Classic ha logrado un 9% anual desde 2002, un 12% anual desde el inicio del nuevo ciclo económico tras la CFG (2009) y un 10% en los últimos 10 años

**La magia del interés compuesto a largo plazo: 10% al año es x2 cada 7 años, x4 cada 14 años, and x8 cada 21 años (pensiones).**

- El **valor intrínseco es de EUR 815 p.a.**, nivel que deberíamos alcanzar en 3 años (43% de subida respecto a EUR 570 )
- La **TIR actualizada del 13,8%** se sitúa en el rango medio de **sus niveles históricos** (entre el 12% y el 17% desde su creación)
- Por lo tanto, el Fondo Classic no está ni caro ni barato en relación con su nivel normal

**Si miramos a largo plazo, no vemos ninguna razón por la que el Classic no pueda ganar un 9-10% anual como ha hecho durante 20 años**

### LTIF CLASSIC TOP10 HOLDINGS

Cenovus Energy	6,6%
Thales SA	6,2%
Grifols SA	5,7%
Grieg Seafood ASA	5,4%
Suncor Energy Inc.	4,4%
ISS A/S	4,1%
HeidelbergCem. AG	4,1%
Harbour Energy plc	4,1%
ING Groep NV	4,0%
Compass Group plc	3,9%
<b>TOTAL</b>	<b>48,0%</b>

### 50% del Classic en 10 empresas

- Calidad del negocio (franquicia, rentabilidad)
- Buen equipo de gestión (valor para el accionista)
- Estrategia clara (rentabilidad marginal, reinversión, flujo de caja libre para los inversores)
- Sin deuda

**Fuerte diversificación de negocios y un peso importante: energía (petróleo y gas). Look-through sectorial: energía, salmón, defensa, cemento, servicios de apoyo, cobre, plasma y cables.**

### VALUE: 2/3 del CLASSIC

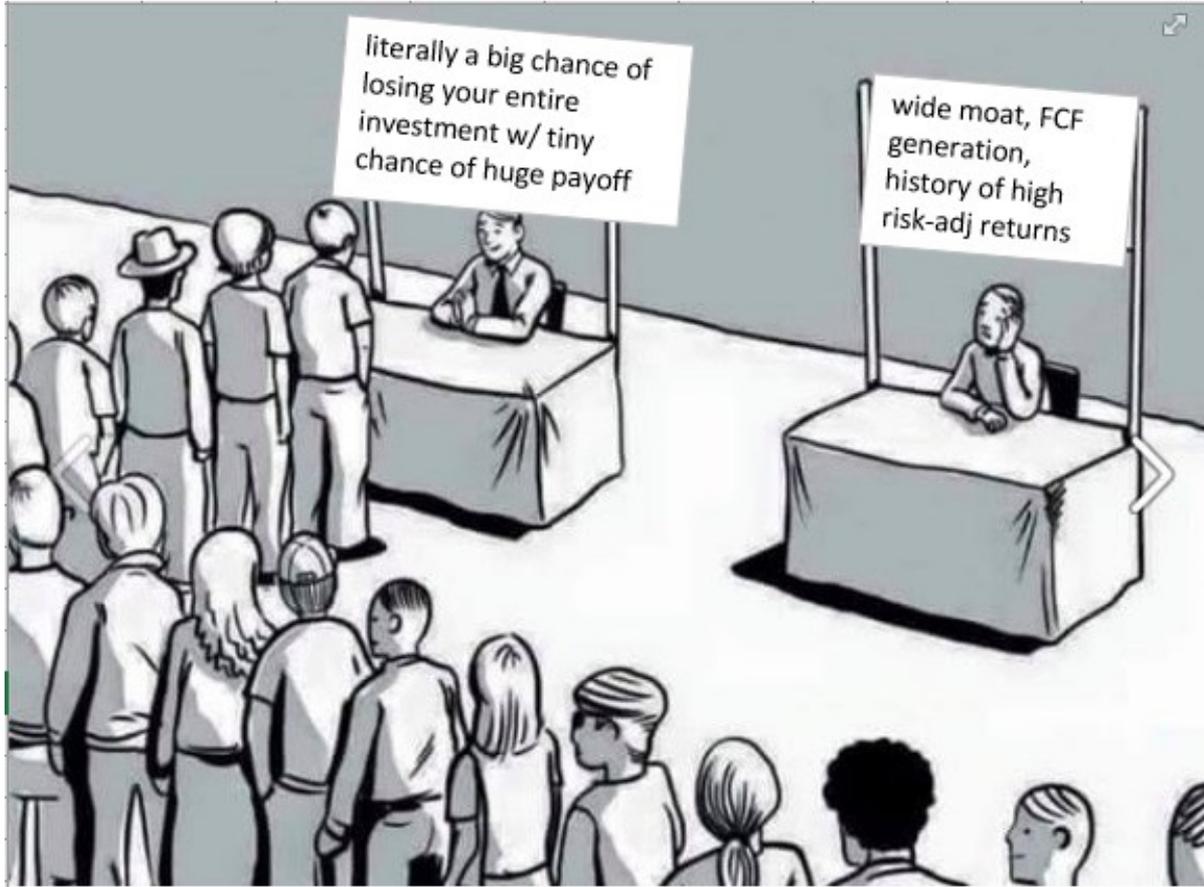
- Value diversificado: 45% del fondo (Devro, Thales, ISS, Heidelberg Cement...), incluyendo un 8% en salmoneras
- Materias primas: 25% (20% petróleo con E&Ps como Hess, Harbour o Suncor, y 5% en empresas de cobre como FirstQuantum o Antofagasta)

### GARP 1/3 del CLASSIC

- Valores de calidad y/o crecimiento a un precio razonable, que denominamos compounders (MTU, Unilever, Sodexo, VISA, Grifols...) con negocios robustos y TIR(es) de dos dígitos.

### CATEGORIAS DE RIESGO

- el 50% del Classic está en Cat.1-2 (bajo riesgo), y el 46% en Cat.3, más cíclico. Sólo nos queda 1 empresa en Cat4 (Hudbay).



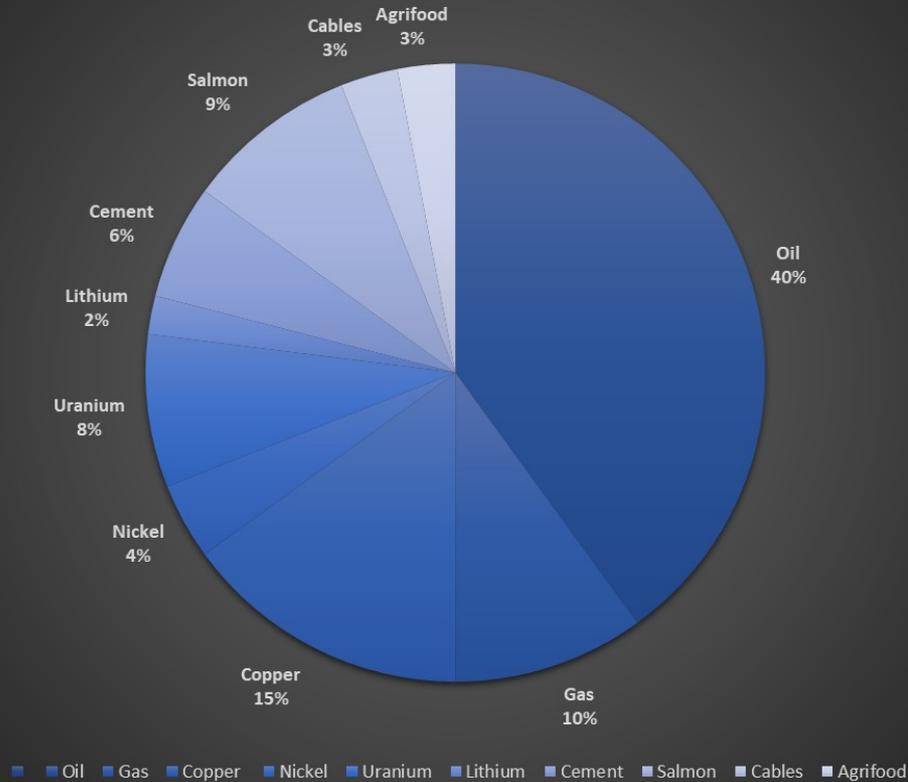
- Ciclo económico en fase de consolidación
- Inflación y tipos al alza
- Crecimiento y tecnología volviendo a la normalidad (bajando)
- Valor, materias primas y cíclicas volviendo a la normalidad (subiendo)

- SIA, gestora de fondos suiza con filosofía value
- Estrategia de Inversión
- Pandemia, guerra y ¿riesgo de recesión?
- ¿Y que más nos da?
- El Fondo LTIF Classic
- **El Fondo LTIF Natural Resources**
- Tesis de Inversión: ISS A/S

- El Fondo LTIF NR tuvo **un gran 2021 (+41%)** y ha comenzado con fuerza en **2022 subiendo un +18%**
- Tenemos **3 ciclos de largo plazo que convergen**: el habitual *boom/bust* de las materias primas, la transición energética y el aislamiento de Rusia
- Esto es sólo el principio, ya que estamos convencidos de que **estamos entrando en un superciclo de materias primas**, normalmente de larga duración debido a la dificultad de desarrollar nueva oferta

**Este ciclo va a ser diferente**

LTIF Natural Resources Breakdown



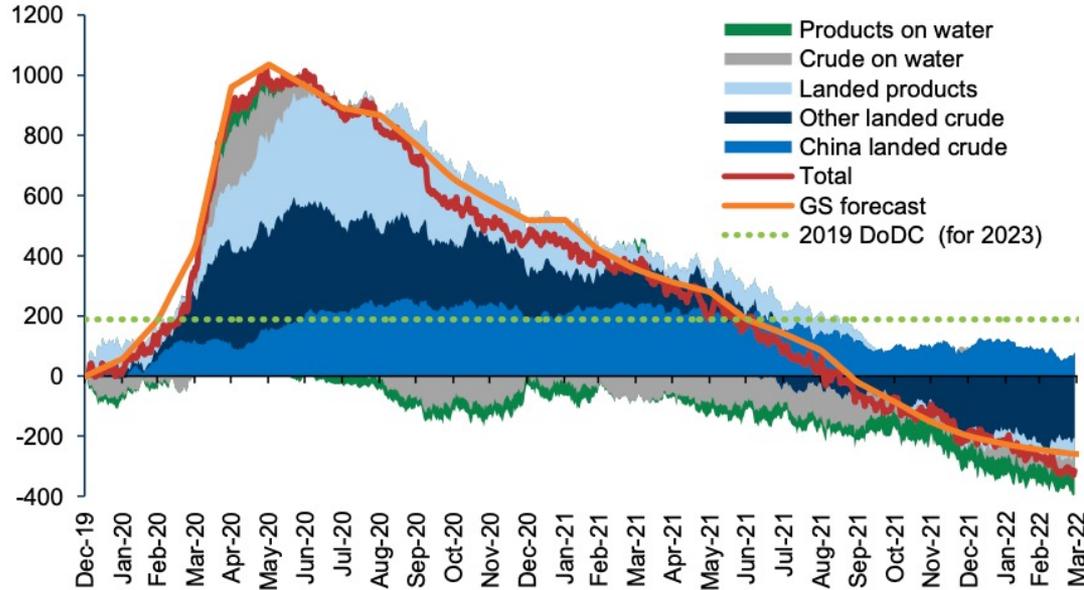
- Materias primas escasas
- Evitar *majors*
- Reservas y activos TIER1
- Geografías más seguras
- En/cerca de producción
- Buenos balances
- Buenos gestores

- **La TIR del Fondo NR es ahora del 13% y el IV ha crecido hasta los EUR 190.** Esto se basa en los beneficios y las valoraciones de mitad de ciclo, que son técnicamente adecuadas pero conservadoras
- **Los valores intrínsecos en un sector de materias primas son menos significativos** debido a la enorme volatilidad de los precios de las materias primas, el apalancamiento operativo y la duración del ciclo a largo plazo
- **Las curvas de costes están subiendo** debido a la inflación y los impuestos. El precio de incentivo de las materias primas y las valoraciones también subirán en consecuencia

**Si aplicamos picos de beneficios y múltiplos, el recorrido del Fondo es mayor. 275-300 euros por acción (2 x el valor liquidativo actual) debería ser factible a medio plazo. La idea es estar plenamente expuesto a este ciclo de muy largo plazo.**

## Los inventarios de petroleo han caido masivamente

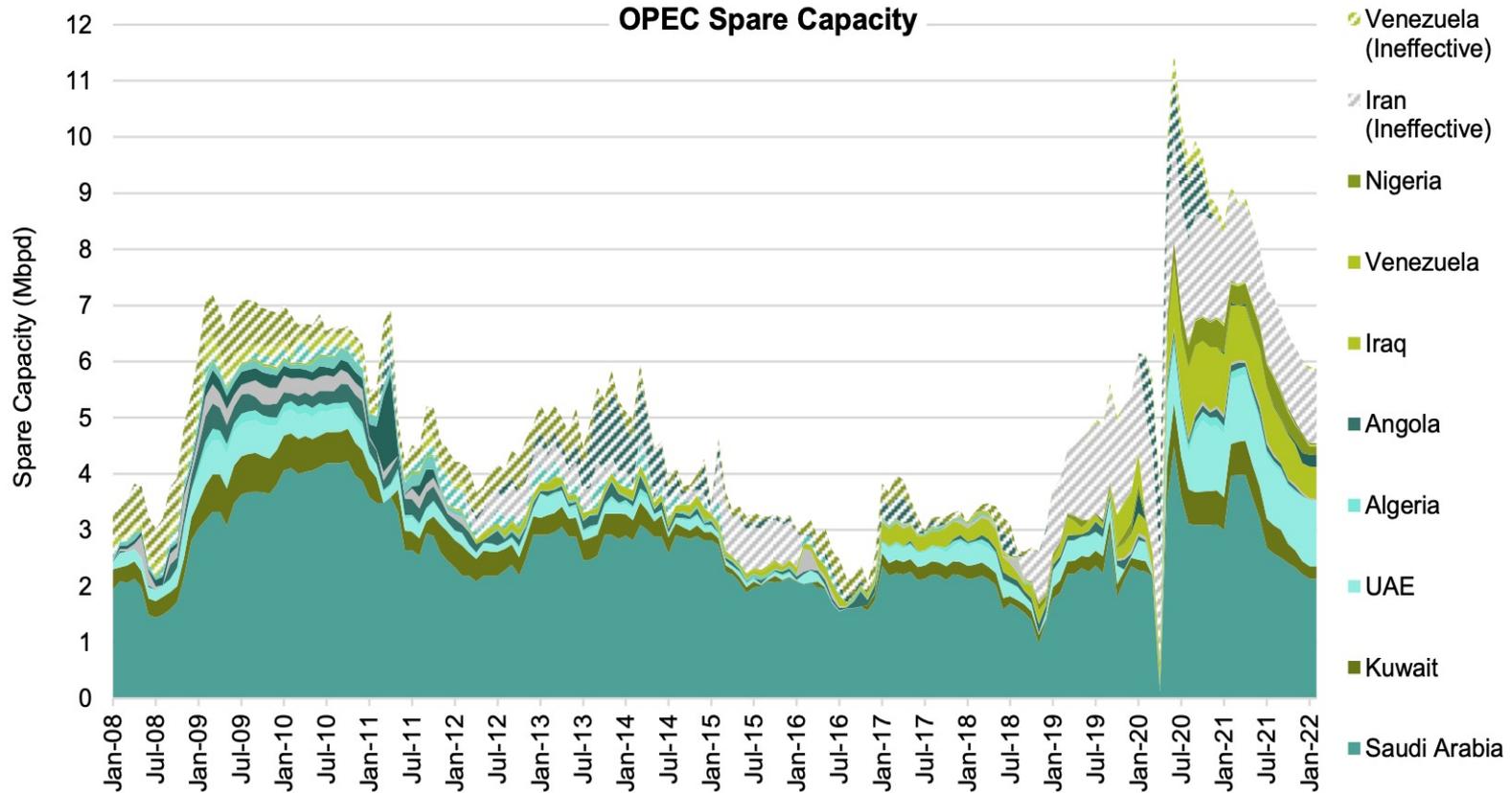
Global high frequency inventory tracking vs Dec-19 vs implied by GS supply-demand balances (mb)



Source: Kpler, IEA, JODI, EIA, PAJ, PJK ARA, Oilchem, Fujairah, IE Singapore, Goldman Sachs  
Global Investment Research

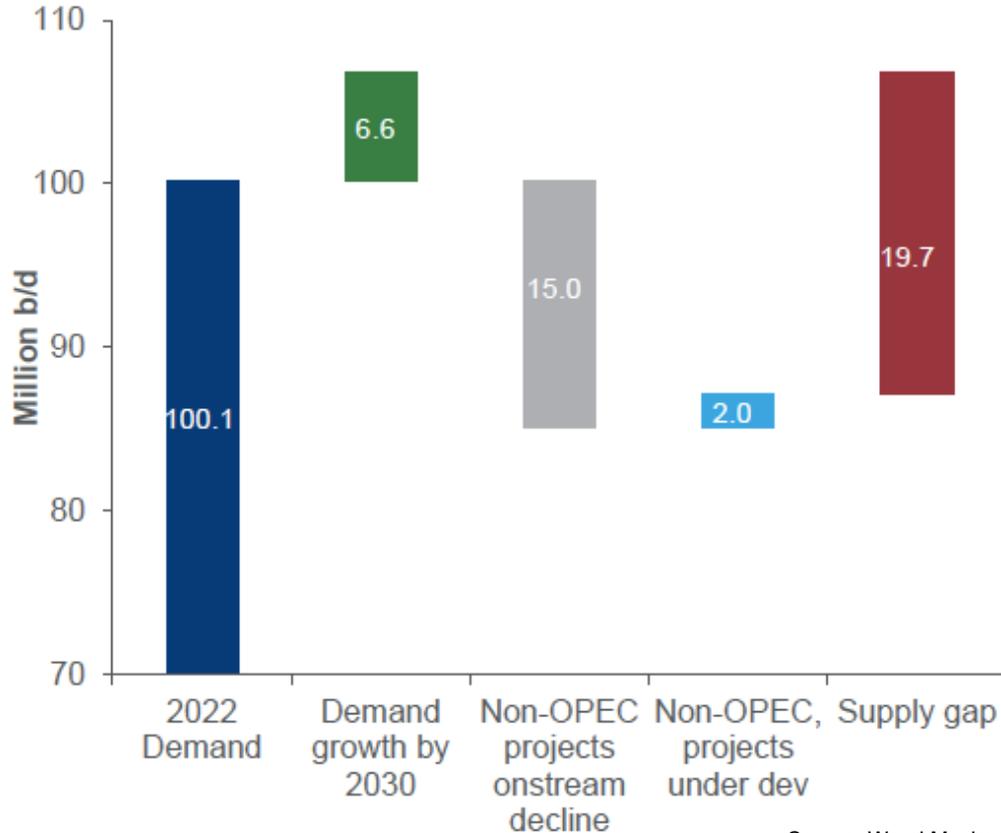
- Delta de 1.400 m de bbls. en inventarios desde Mar20
- Reducción del 15-20% desde el pico de la pandemia
- Déficit medio de 2 m de b/d en los últimos dos años
- El déficit sigue siendo de 1 millón de b/d
- La liberación de reservas estratégicas están compensando las sanciones a Rusia

# La capacidad excedente efectiva casi desaparecerá en 2022



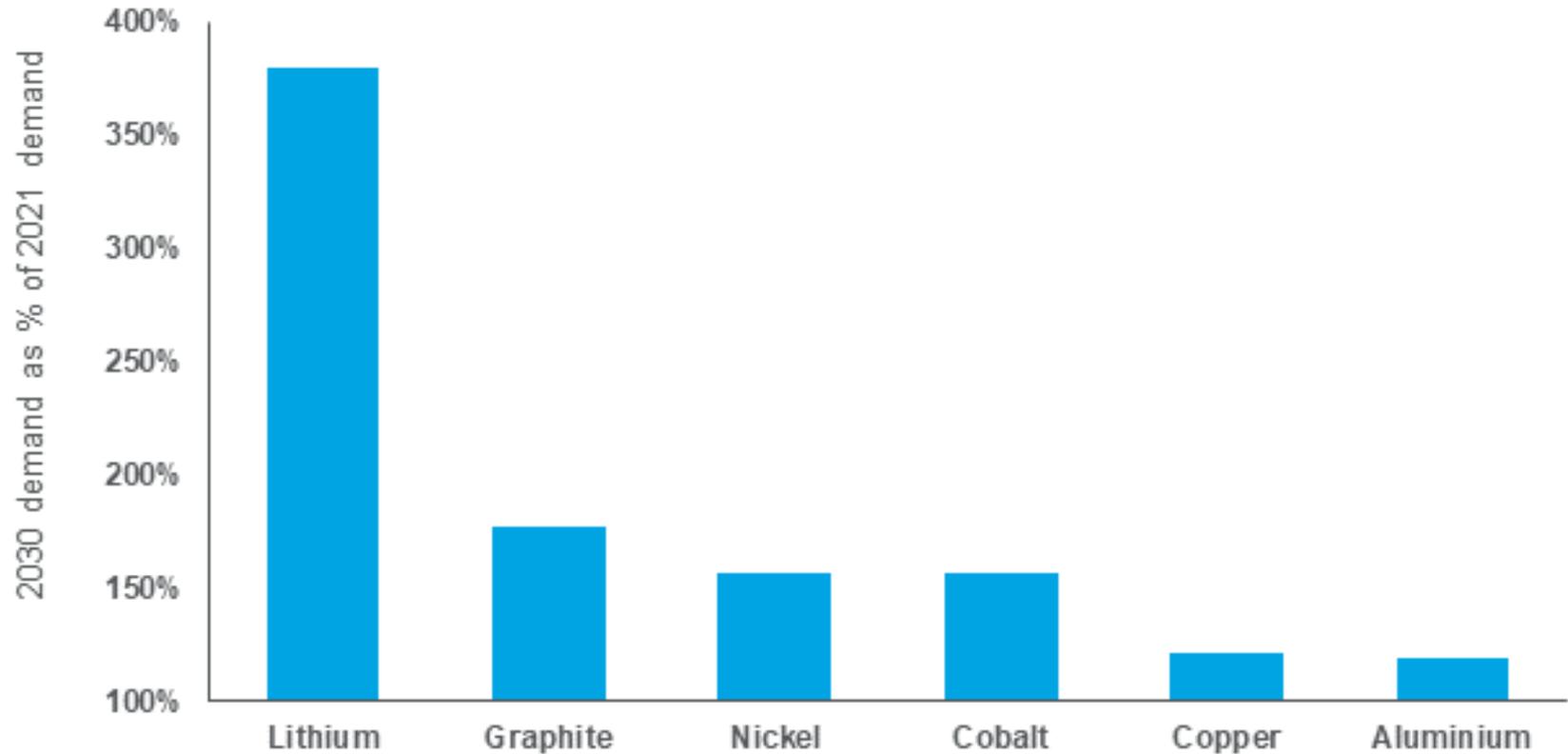
Source: IEA, Bernstein analysis

## What forms the 2030 supply gap?



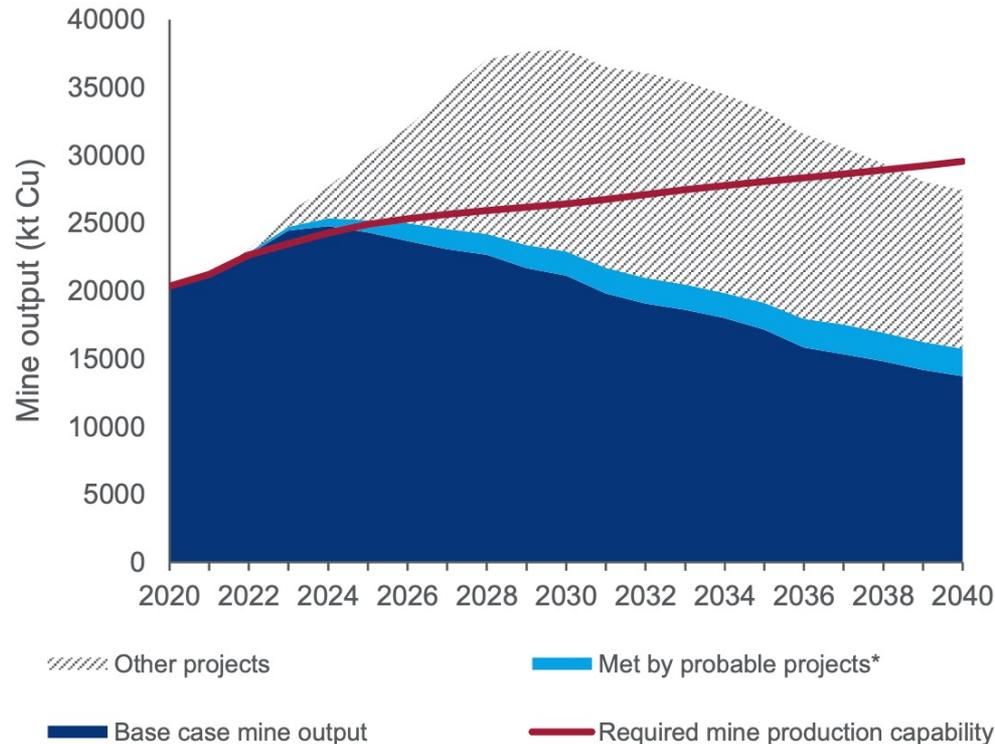
Source: Wood Mackenzie

- El mundo ha invertido muy poco desde 2013. **Oferta limitada**
- La **demanda es muy resistente, inelástica y creciente**. Enorme brecha de oferta de 20 m de b/d
- **Necesitamos precios de incentivo (80\$+) y estabilidad** para ver un aumento de inversiones
- **Pero ESG y disciplina financiera están impidiendo esas inversiones**



Source: Wood Mackenzie Q4 2021 outlook reports; based on our energy transition outlook scenario (+2.5-2.7°C in 2050)

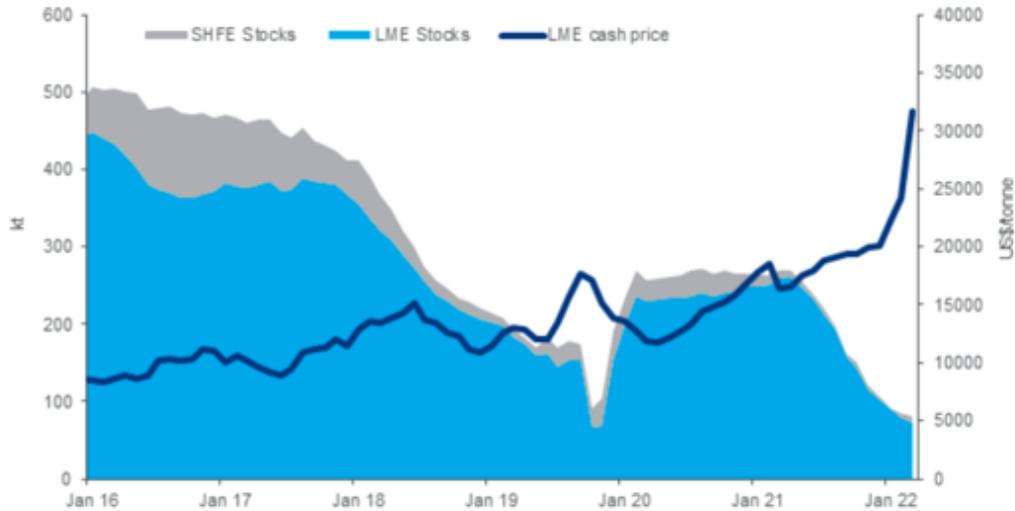
## Global copper production and primary demand



\* 70% brownfield, 50% greenfield probable and mine extensions

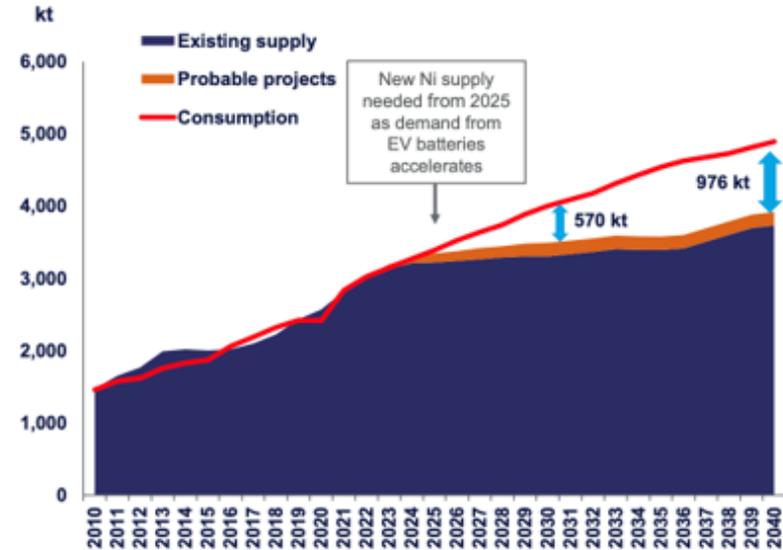
- Nuevas minas siguen llegando en 2022-24
- Los mercados están más o menos equilibrados en este periodo. OK
- El problema es de 2025 en adelante. No hay *greenfields*
- ESG, Rusia y aumento de impuestos (Perú, Chile, Zambia...)
- El cobre está en la base de la transición energética

LME and SHFE nickel stocks, and nickel prices



Source: LME; SHFE

Nickel Market Balance<sup>1</sup>



1. Source: Wood Mackenzie Nickel Cost & Market Service Q4 2021 (Paydirt Conference)

- Bien posicionado para un superciclo a largo plazo
- Este superciclo reúne 3 ciclos en paralelo. El ciclo de auge/caída de las materias primas, la transición energética y el aislamiento ruso
- Ciclo de la energía: oferta limitada (infrainversión) y demanda rígida (dependencia de los combustibles fósiles superior a la percibida)
- Ciclo de los metales: oferta limitada (infrainversión) y aumento masivo de la demanda (electrificación)
- Las valoraciones actuales no reflejan estas perspectivas (pandemia, invasión de Ucrania, temores de recesión en EEUU...)

**Guinda del pastel: protección ante la inflación**

- SIA, gestora de fondos suiza con filosofía value
- Estrategia de Inversión
- Pandemia, guerra y ¿riesgo de recesión?
- ¿Y que más nos da?
- El Fondo LTIF Classic
- El Fondo LTIF Natural Resources
- **Tesis de Inversión: ISS A/S**



**Servicios de  
Limpieza, Gestion y  
Catering**

# ISS: Líder mundial en el mercado de la limpieza

- Servicios de **limpieza, mantenimiento de instalaciones y catering**
- **Presencia global** en 30 países con 380,000 trabajadores y 40,000 clientes
- **Crecimiento del 5%**. Limpieza y desinfección más relevantes desde el Covid19
- Márgenes bajos pero **retornos altos**
- Modelo de negocio de **fuerte generación de caja libre** que puede crecer sin inversiones



# Sector fragmentado y en consolidación. Difícil entrar

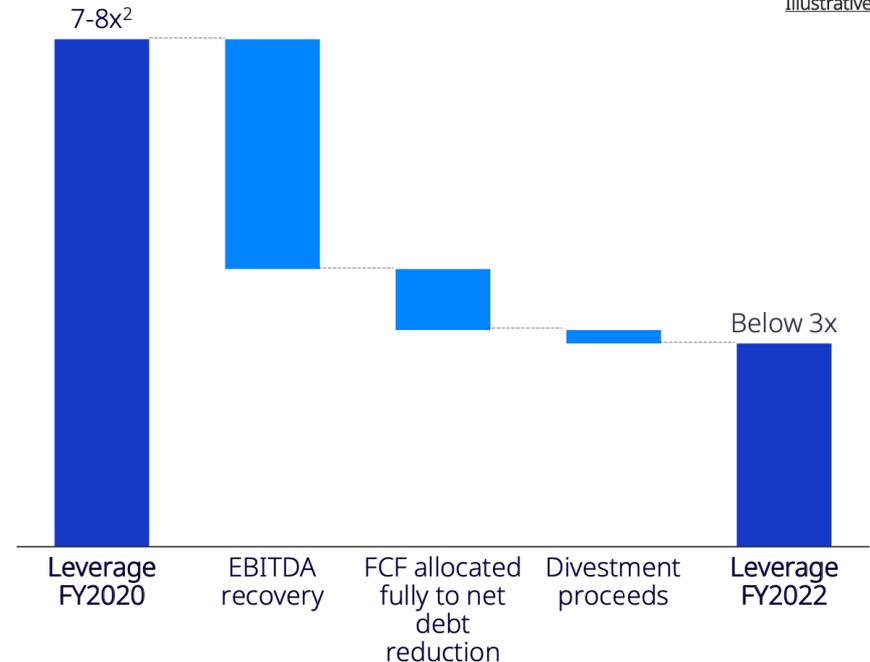
- **Sector fragmentado en proceso de consolidación.** ISS es la empresa líder global y solo tiene una cuota del 2% en grandes clientes
- El **tamaño de ISS** permite ofrecer un servicio estandarizado de **calidad y muy adaptado** a las necesidades de los clientes
- Gracias a su escala, ISS puede ofrecer unos **precios ajustados**, cumpliendo con todos los estándares regulatorios
- Las **grandes empresas** buscan la calidad del servicio y los precios de ISS.
- **Digitalización**

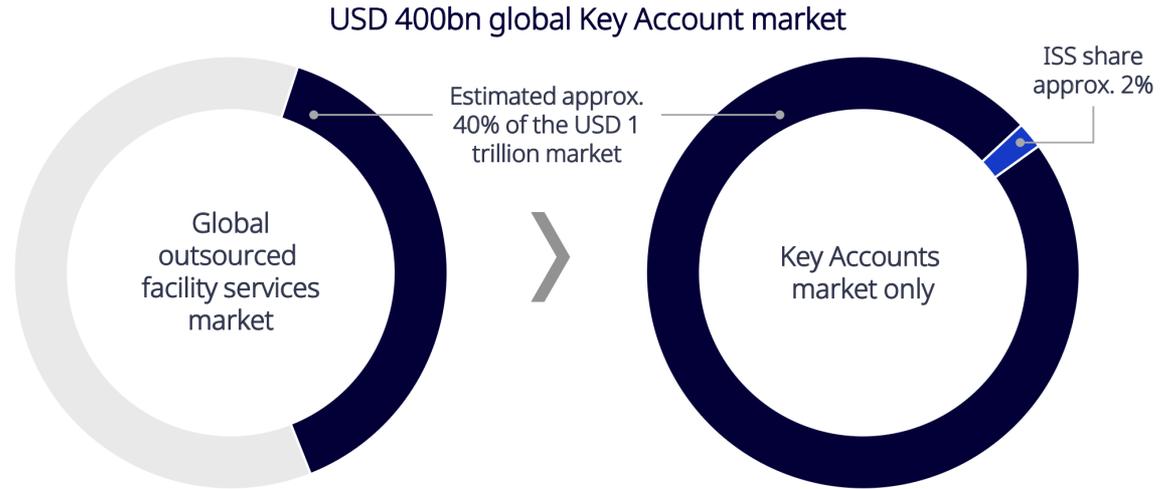


# Una empresa de calidad en reestructuración



- **Equipo gestor nuevo.** En Diciembre 2020 lanza nuevo estratégico **OneISS**
- **Errores del pasado:** proceso de adquisiciones y contratación enfocados a crecimiento. Endeudamiento alto
- **Nueva estrategia:** desinversiones en ciertos países, rescisión de contratos de baja rentabilidad, gestión del circulante, enfoque a márgenes y retornos. Transparencia
- **Normalidad en 2025.** Márgenes operativos entre el 5 y el 6% y RoE superior al 20%. Deuda





\*Outsourced market.  
Sources: Frost & Sullivan, World Bank, ISS estimates

## OPORTUNIDADES

- Mercado potencial enorme: 1 billón \$
- 2% de cuota en mercado de grandes clientes
- Incremento de outsourcing tras Covid19
- Crecimiento superior al 5% y mejora de los márgenes por encima de lo previsto
- Mejor gestión de circulante, caja y balance
- Flujo de caja, dividendos y recompras

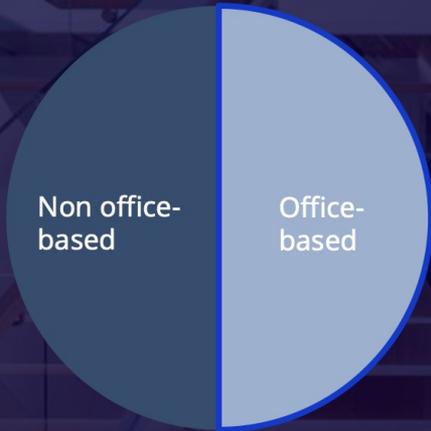
## AMENAZAS

- ❖ Proceso de reestructuración
- ❖ Inflación
- ❖ Adquisiciones

# Las empresas están cambiando



## Customer split



## What companies are planning to do with real estate footprint and workplace offerings<sup>1)</sup>



## Implications

- The majority of customers are not reducing real estate footprint
- Customers are seeking higher quality solutions and increasing investments in upgrades of workplaces to enhance employee engagement
- Several commercial opportunities arise with a self-delivering and integrated customer offering

# Las empresas están cambiando



## Pre-Covid

1. Operational efficiency
2. Employee engagement
3. Employee productivity
4. Cost savings
5. Environmental sustainability

## Post-Covid

1. Employee engagement ▲
2. Operational efficiency ▼
3. Environmental sustainability ▲
4. Attract talent ▲
5. Employee productivity ▼

**ISS (DKK 125  
por acción)  
Cotiza con un  
fuerte  
descuento**

- PER 2024 9x frente a media histórica de 22x desde IPO (2015) y una media histórica del sector de entre 15x y 20x
- Free Cash Flow yield del 12% en 2024 (2.500 millones de DKK)
- P/Valor Libros de 2x en 2024 con un RoE superior al 20%
- Valor Intrínseco de DKK 200 p.a. y TIR a la inversión del 16%
- EPS 2024 13 DKK x PER histórico 20x
- ¿Por qué está barata? Reestructuración, Covid19, Inflación

### LTIF (SIA) Classic y Natural Resources

- Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Las rentabilidades pasadas no son ni una garantía ni un indicador fiable de los resultados futuros. Los datos de rentabilidad no incluyen las comisiones y gastos aplicados por la suscripción o reembolso de participaciones. Esta información le ha sido facilitada previa petición, exclusivamente con fines informativos y queda prohibida su reproducción o redistribución a otras personas. No pretende ser una oferta o solicitud en relación con la compra o venta de participaciones de la Sicav. Ni el Agente de administración central ni la Gestora de inversiones asumen responsabilidad alguna en caso de que la información esté incompleta o se haya revelado erróneamente. Téngase en cuenta que los fondos de inversión entrañan riesgos inherentes a esta actividad, incluida la posibilidad de perder el importe principal invertido. Para obtener una descripción pormenorizada de los riesgos relativos a cada participación del fondo de inversión, remítase a la versión más actualizada del folleto, el folleto simplificado y los informes anuales y semestrales, esto es, la documentación en la que deberá basarse exclusivamente a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos documentos están disponibles en la web [www.s-i-a.ch](http://www.s-i-a.ch) o a través del Agente de administración central FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburgo. LTIF, Classic y Natural Resources (anteriormente Global Energy Value) fueron autorizados para su distribución en y desde Suiza por la Autoridad supervisora de los mercados financieros suiza (FINMA) de conformidad con el artículo 19, apartado 1 de la Ley de instituciones de inversión colectiva (Collective Investment Schemes Act), el agente de pagos es Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza. El representante legal en Suiza es FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza; se cursó notificación a la Finanzmarktaufsicht austriaca de conformidad con el artículo 36 de la Ley de fondos de inversión; fue autorizado en Francia por la Autoridad de mercados financieros francesa (AMF) de conformidad con el artículo 411-58 del Reglamento general de la AMF; fue autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) alemana en virtud del artículo 132 de la Ley de inversiones; fue autorizado en Italia por el Banco de Italia y la CONSOB de conformidad con el artículo 42 del Decreto legislativo italiano n.º 58, de 24 de febrero de 1998; fue inscrito en el registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en virtud del artículo 15 de la Ley de Instituciones Colectivas; fue reconocido en el Reino Unido por la Autoridad de servicios financieros (FSA) como institución oficial en el sentido de lo dispuesto en el artículo 264 de la Ley británica de mercados y servicios financieros (Financial Services and Markets Act) de 2000.



**Buscando** Valor