



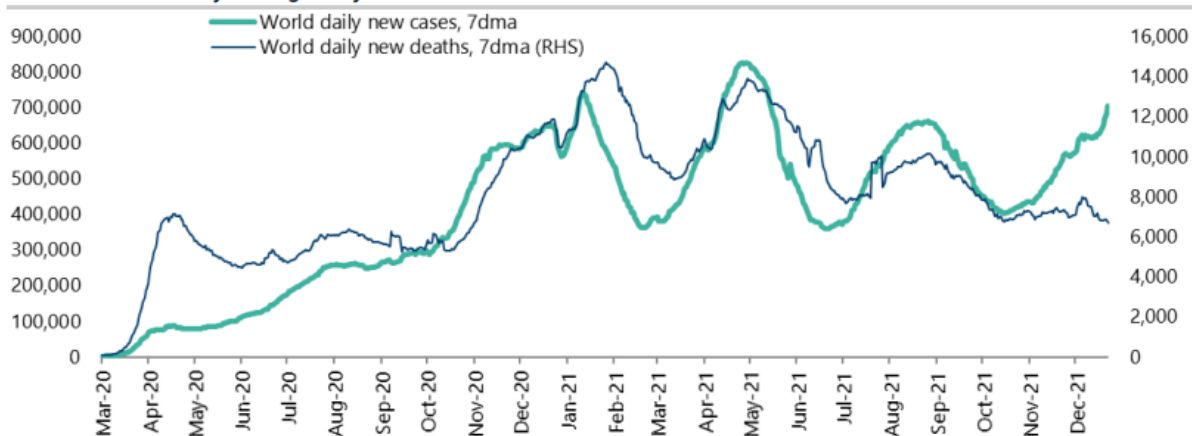
NUUSBRIEF: Vierde Kwartaal 2021

Drikus Combrinck, CFA

Die verloop van 2021 kan geken word aan die verskeie vlae van Covid19 wat elke keer gedreig het om die nagmerrie van Maart 2020 te herhaal. Maar elke vlaag sou daarin misluk om die markte die skrik op die lyf te jaag. Aanvanklik was die belofte van deurbraak-vaksienes genoeg om ekonomies-sensitiewe sektore aan die herstel te kry. Daarna het die nuut verkose Biden-administrasie (en ander regerings) rekord hoeveelhede fiskale inspuittings deurgevoer. Dit terwyl Sentrale Banke rentekoerse belaglik laag gehou het en belaglike hoeveelhede geld aanhou druk het. Daarom was die virulente Delta-variant nie eers genoeg om die markte vir lank te onderdruk nie. Elke keer het die vlaag oorgewaai en elke keer was die skade minder, virologies en ekonomies.

Soos wat 2021 tot 'n einde kom is groot gedeeltes van die wêreld besig om rekord getal nuwe infeksies van Covid19 te registreer. Gedeeltes van die mark het gedurende Desember, net soos met vorige vlae, begin afverkoop omdat regerings weer op inperkings gedreig het. Teen die einde van die maand is die sektore egter weer aan die herstel en baie markte staan weer op algehele hoogtepunte. Mag dit wees dat die mark begin dink dat die Omicron-variant die status van die virus van pandemie na endemies gaan verander? Hospitalisasie en doodsifers ondersteun die tesis. Dit is ook wat ons in 'n nuusbrieff gedurende verlede jaar gestaaf het. Die enigste manier uit hierdie pandemie uit, is deur en ander kant uit. Trop-immuniteit word bereik en ons leer om saam te leef met die virus. Vaksienes kan help, maar 'n baie aansteeklike variant wat baie minder virulent is mag dalk die pandemie se doodskoot wees. 2022 sal meer duidelik gee, maar ek hoop dit is die laaste keer wat ek oor Covid19 en sy omstredenheid hoef te skryf.

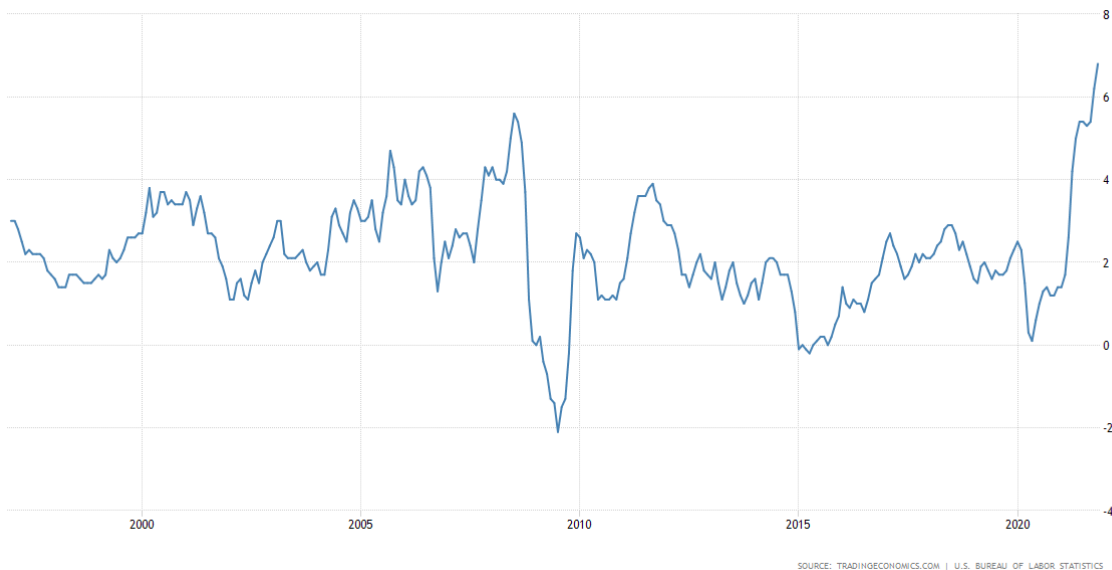
Exhibit 6: World 7-day average daily new Covid cases and deaths



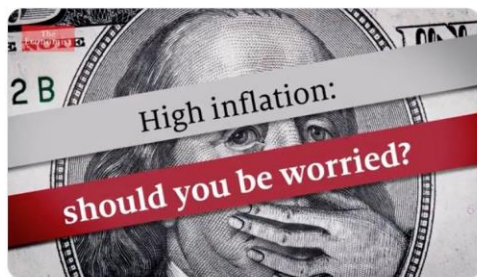
Source: Johns Hopkins University

En genoeg omstredeheid was daar beslis. Vaksien-mandate, inperkings, betwiste verkiesings, kuber geldeenhede, bateborrels, groen agenda en meer. Die belangrikste debat van 2021 is egter die inflasie-debat. Dié debat het eers gegaan oor of daar inflasie gaan wees al dan nie. Dit is die ontkenings-fase, die eerste van die “vyf fases van smart/hartseer.”

‘n Jaar gelede het ek in Capicraft se 4de Kwartaal Nuusbrief ons tesis op inflasie uitgelê (aanvanklik begin praat oor die inflasie as ‘n onbedoelde gevolg in die 3de Kwartaal). Ons het verskeie redes uitgelê dat inflasie gaan volg, maar die vernaamste is die groot hoeveelhede geld wat gedruk was en ‘n direkte paadjie gevind het na verbruikers se sakke toe. Dit te midde van ‘n ekonomie wat met ernstige verskaffingsketting-probleme sit. Inflasie het weliswaar gevolg en die onlangse VPI-inflasiesyfer uit die VSA staan op 6.8% j/j - die hoogste sedert die vroeë 1980’s.



The sharp increase in inflation over the past year has blindsided many economists. Almost no one saw it coming econ.st/3CBfh0l



Toe inflasie begin kop uitsteek het die deflasie-kamp vurige argumente begin aanvoer oor hoekom dit net tydelik is. Een van die vernaamste was Cathy Wood, bestuurder en stigter van Ark Invest. Haar beleggingsprestasie het onder druk begin kom kort na groot hoeveelhede nuwe kapitaal ingesamel is. Ark se beleggingsstrategie is afhanklik van lae koerse (en dus lae inflasie) wat die sogenaamde “innovasie”-sektor (eerder “verliesmakende” -sektor) se astronomiese waardasies regverdig. Sy het in Mei-maand haar deflasie-tesis huis toe gehammer deur te staaf dat olie dieselfde padjie as walvisolie sal loop en nie weer \$70 sal sien soos voor die pandemie nie. Sy het ook gesê dat

die opneem van elektriese voertuie sal sorg dat die olieprys so laag as \$12 sal val. Olie het kort daarna \$70 gebreuk en verhandel gemaklik op vlakke bo \$70 sedertdien. Hierdie is die “woede” -fase.

Hierdie fase mag dalk voort “woed” vir ‘n wyle. Soos wat inflasie hoogty vuur kan jy seker wees dat meer beleidsmakers prysvasstelling gaan begin voorstel en toepas om inflasie die hoof te bied. Met die gevolglik rampspoedige gevolge wat dit nog altyd gehad het.

Daar is ook goeie argumente wat gemaak word dat inflasionêre kragte tydelik is, en ons stem saam daarmee. Soos verduidelik in ons 2de Kwartaal Nuusbrief dink ons egter daar is tydelike en strukturele drywers agter inflasie. Die aanvoerders wat tydelike inflasionêre kragte erken sluit die Federale Reserwe in. Die rede vir hul “tydelike” narratief was natuurlik om laer staatseffekkoerse vas te pen. Basies om tyd te koop, soos verduidelik in ons 1ste Kwartaal Nuusbrief. Ook sien ek deesdae artikels wat verduidelik hoekom inflasie goed kan wees, en meer waansin; hoekom inflasie goed kan wees vir die armes. Hierdie is die “onderhandelings” -fase.

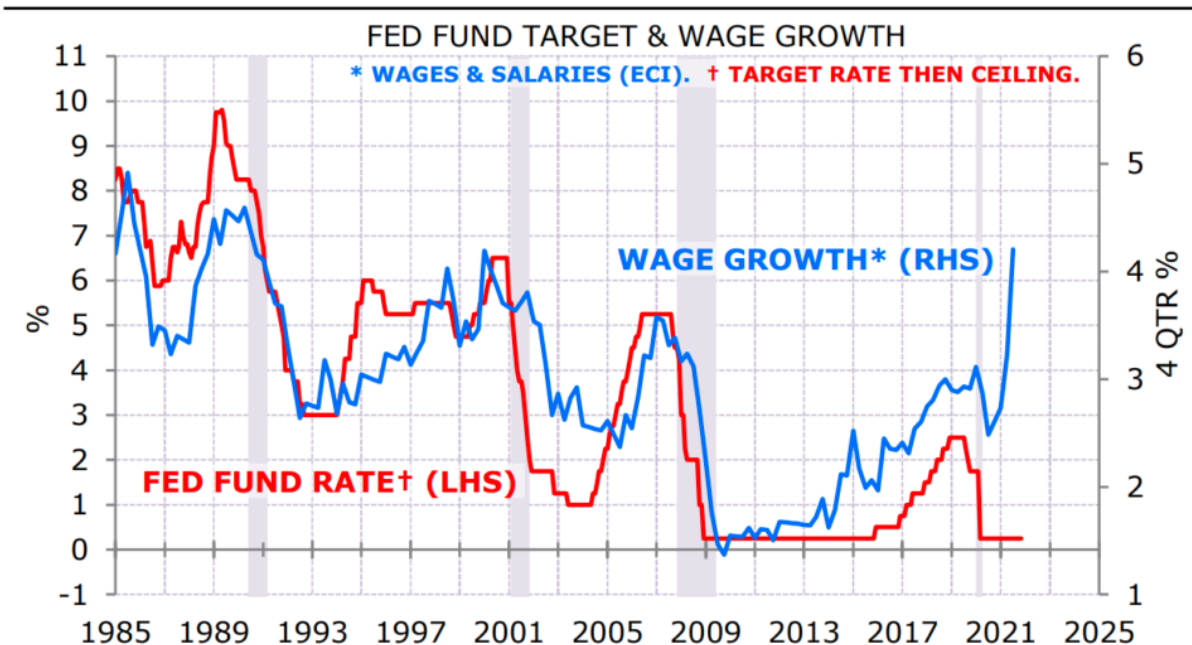


Why inflation can actually be good for everyday Americans and bad for rich people

By Allison Morrow, CNN Business

Updated 11:24 AM EST, Wed December 01, 2021

Mnr. Jerome Powell, voorsitter van die Fed, het saggies onlangs aan beleidmakers erken dat dit nie meer gepas is om van “tydelike” inflasie te praat nie. Is dit die begin van die “aanvaardings” -fase? Die Fed begin nou praat van rentekoers verhogings volgende jaar en die mark het dit teregteelik ingeprys. Tenminste in korttermyn rentekoerse in. Die lang kant van die rentekoers-kurwe, die kant wat saak maak, is nog in ontkenning en verhandel teen 1.5%. Die effektemark verwag dus dat inflasie weer gaan terugkeer na ongeveer 2% in die nie te verre toekoms. Die waarheid is dat die Fed so vêr agter die kurwe geraak het dat aggressiewe skokverhogings nie ‘n onmoontlikheid is nie.



Source: BLS, Federal Reserve, NBER; Minack Advisors

2022 mag dalk die jaar wees wat die mark die finale fase van “aanvaarding” gaan binnetree. Dit beteken lang koerse beweeg baie hoër. Dit mag egter ‘n periode van “depressie” meebring en ‘n algemene afverkoping tot gevolg hê. Maar die uiteindelijke aanvaarding sal meebring dat reële bates uitpresteer. Daarom het ons, soos verlede jaar genoem, begin posisioneer in Grond, Goud, Grondstowwe en Gewere.

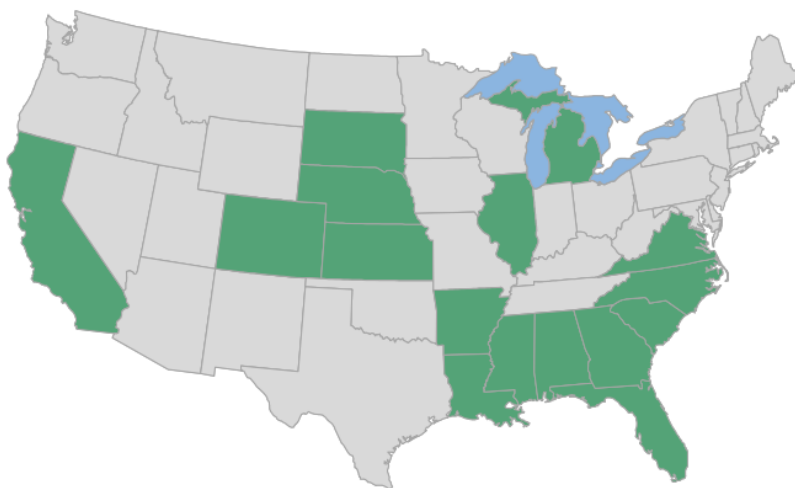
Hierdie posisionering het reeds in ons guns begin werk. Van die vernaamste bydraes tot ons prestasie in 2021 sluit die volgende in:

Cameco (63.4% j/j). Ons het al van te vore geskryf oor die uraan-reus. Cameco het reeds verlede jaar goed begin herstel (49% j/j) en is die tweede grootste aandeelposisie in die buitelandse portefeuljes. Ons dink die beste uitweg vir die energie/groen debat is om die bydrae van kernkrag op te stoot. Lande in die Ooste doen alreeds so. Die weste het dalk nog ‘n energiekrisis of twee nodig. Intussen is die aanbod van Uraan vêr onder selfs konserwatiewe vooruitsigte vir die vraag na die mees energiedigste energiebron.

Imperial Oil (85.3% j/j). Een van Kanada se beste geïntegreerde olie en gas maatskappye. Imperial (en ander maatskappye wat boor onder die Kanadese oliesande) het groot vordering gemaak met hul ontginningsmetodes en hul koste per vat is drasties aan die daal. Ook anders as tradisionele olie maatskappye kon hulle nie boorgate toemaak verlede jaar nie en sit gevolglik nou met meer kapasiteit as hul VSA eweknie.

Glandstone Land (130.6% j/j). Een van die grootste landbougrond-eienaars in die VSA. Ons het effens aan hierdie posisie terug gesny gedurende die jaar en bygevoeg by **Farmland Partners** wat goedkoper is en meer op graanlande toegespits is as Gladstone. Anders as Gladstone verhandel Farmland onder sy netto-batewaarde. Dit is hoe sy portefeulje tans lyk (geneem vanaf 'n onlangse aanbieding deur die maatskappy):

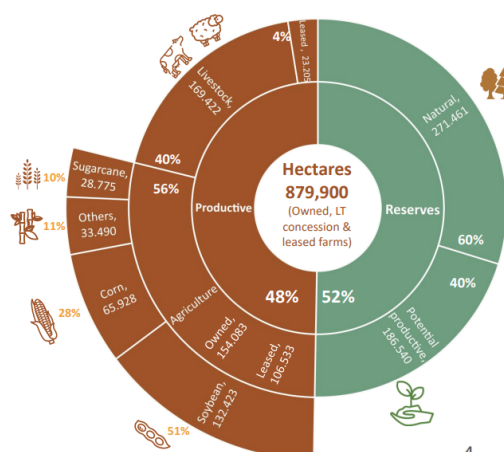
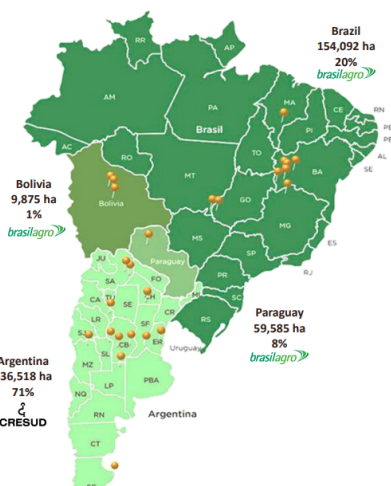
The portfolio includes approximately 157,500 acres of owned farmland and 3,800 acres of managed farmland across 16 states with approximately 26 crop types and over 100 tenants. Portfolio vacancy is 0% ⁽¹⁾.



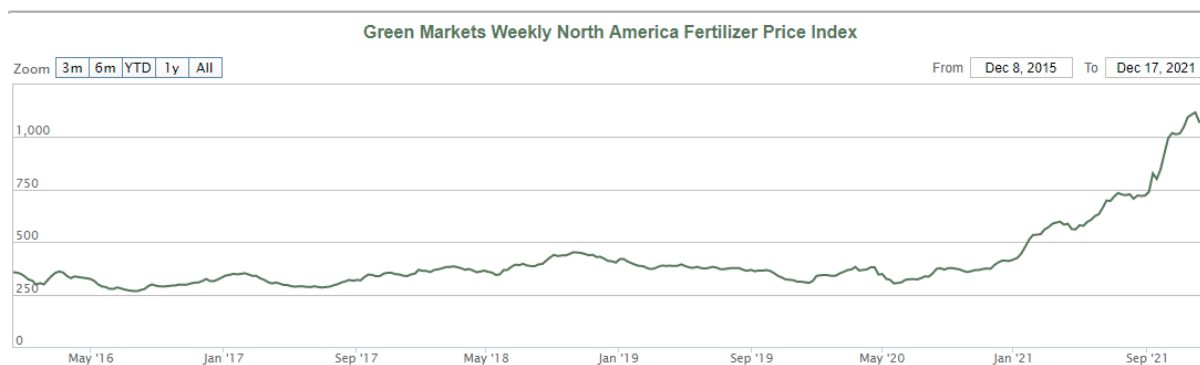
(1) As of June 3, 2021.

	Acres ⁽¹⁾		
	Owned	Managed	Total
Illinois	37,911	688	38,599
Colorado	24,507	0	24,507
Louisiana	16,837	0	16,837
North Carolina	16,569	0	16,569
South Carolina	13,534	1,579	15,113
Arkansas	12,622	0	12,622
California	11,586	0	11,586
Nebraska	5,939	0	5,939
Georgia	4,705	0	4,705
Florida	4,688	0	4,688
Mississippi	2,814	1,489	4,303
Kansas	1,959	0	1,959
South Dakota	1,690	0	1,690
Virginia	980	0	980
Alabama	565	0	565
Michigan	550	0	550
Total	157,456	3,756	161,212

Ons het ook landbougrond in ander streke bekom waar die grond nog nie so hoog aangeslaan word nie, maar tog net so produktief is. Die vernaamste is die Argentynse **Cresud Sociedad Anonima Comercial**. Dit is in 'n streek waar weinig min beleggers dit waag a.g.v. baie hoë inflasie verwagtinge. Landbougrond is egter 'n natuurlike inflasie verskanser. Cresud het ook heelwat kommersiële geboue en ontwikkelings in sy portefeulje, maar 80% van die maatskappy se bedrywighede is in Landbou. Hulle spog met 879 000 hektaar onder besuur. Hiermee die blootstelling:



Nutrien (53% j/j). Noord-Amerika se grootste myner van Potas en grootste verskaffer van kunsmis en ander landbou produkte. Die Kunsmis-mark het nuwe lewe gekry die laast twee jaar en het veral duur geraak na verskeie produsente in Europa deure moes toemaak a.g.v. die energiekrisis daar.



Ons het al van te vore geskryf oor die waansin rondom die energiebeleid en hoe die groen agenda energiepryse baie duurder gaan maak. Dit manifesteer natuurlik nie in 'n reguitlyn nie, maar in groot stygings tydens akute energietekorte. Die energiekrisis in Europa is natuurlik heeltemal self toegedien. Lande soos Duitsland weier selfs om Kernkrag as hernubaar te sien en koop byna al hul aardgas vanaf Rusland. Daar is nie genoeg rugsteun krag wanneer 'n buitengewone koue winter of as 'n winsdstil tydperk toeslaan nie. Dit is ook presies wat onlangs gebeur het. Nou kring dit uit na ander industrieë, vanaf onmiddellike byprodukte, na stikstof (via die Haber proses), na energie-intense industrieë soos aluminium en sement toe. Baie hiervan gaan eers in 2022 manifesteer en ons is goed geposisioneer hiervoor.

Plaaslik op die JSE het ons **Zeder** aangekoop. Behalwe vir sy blootstelling aan landbouprijs is bestuur besig om waarde te ontsluit via nie-kern bateverkope. Zeder verhandel teen 'n stewige diskonto tot wat die maatskappy se beleggings voor verkoop kan word. Dit is ook moontlik dat Kaap Agri ontbondel word en dat Zeder slegs met sy belegging in Zaad oorbly. Dit kan beteken dat die maatskappy vanaf 'n beleggingsmaatskappy na 'n bedryfsmaatskappy kan transformeer en die diskonto dus heeltemal en met minimum belastingimplikasies ontsluit kan word. Ons het reeds 'n stewige dividend ontvang hierdie jaar en teen die huidige prys kry jy die onderliggende bedrywighede teen onder 'n 5 PV veelvoud. Anders bereken, sou bogenoemde plan uitgevoer word, kry jy die hele belegging in Zaad verniet.

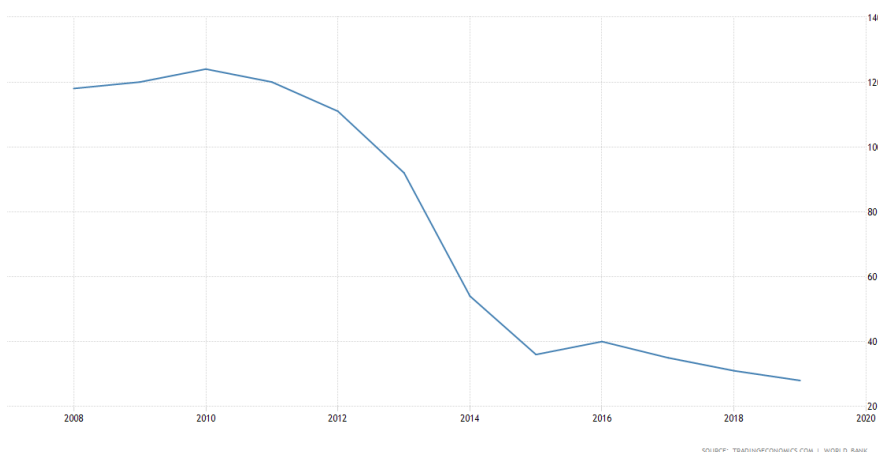
Op plaaslike portefeuljes het **MTN** uitgeblink met 'n styging van 186%. Die bestuur is besig met verskeie aksies wat waarde kan ontlok, soos om die selfoon maste te ontbondel. MTN se organiese groei in die res van Afrika en in digitale/finansiële dienste is ook besig om te groei dat dit klap. Ons het effens terug gesny aan ons posisie gedurende die jaar na die stewige styging.

Ook belangrik egter is waar mens nie belê is nie.

Ons het baie verbaasde kliënte gehad die laaste jaar of wat wanneer ons Naspers verkoop het. Ons was egter gelukkig om geen Chinese direkte blootstelling te gehad het hierdie jaar soos wat die Rooi Draak begin hoes het nie. Ek argumenteer al vir jare dat China se groeimodel gebrekkig is en dat die eiendomsmark in 'n borrel verkeer (soortgelyk aan Japan in die 80's). Die krake het begin wys in 2021 met hul tweede grootste ontwikkelaar wat eintlik insolvent is en ietwat van 'n kettingreaksie begin het in die eiendomsmark. Die owerhede in China gaan die eiendomsektor meer ondersteun in 2022, maar ander aksies vanaf die Chinese Kommunistiese Party dui daarop dat die land gedeeltelik terugkeer na outoritarisme en Maoïsme. Ons fokus dus eerder op ander ontluikende markte as China.

Rusland

Die CBR (Central Bank of Russia) is seker die konserwatiefste Sentrale Bank in die wêreld. Inflasie het onlangs gestyg tot 8.4%, maar die Bank is gladnie bang om rentekoerse op te sit om inflasie die knie te laat buig nie. Die CBR het rentekoerse hierdie jaar al met 4.25% na 8.5% toe laat styg. Dit maak hulle die enigste G8 land met rentekoerse wat in reële terme positief is. Om die waarheid te sê, hulle is die enigste land wat kan bekostig om so aggressief op te tree. Die regering se skuldvlakke is maar 18.5% van BBP, die VSA sin is 115%. Hulle het drasties goud reserves akkumuleer en staan nou op 9% van BBP - dit is 5 keer meer as die VSA s'n. Dit is alles nadat hulle strawwe sanksies opgelê was en nadat hulle die ergste olieprys-skok sedert 2009 ervaar het. Rusland het sy probleme, maar dit moet nie verwar word met die dae van die USSR of selfs met die chaotiese Rusland van die 90's nie. Die samelewing beweeg in die regte rigting. Dit sluit in maatstawwe soos lewensverwagting, menslike-ontwikkelingsindekse en mededingendheidsindekse. Loer net hieronder na die "gemak om besigheid te doen" -indeks. Rusland het gestyg vanaf 120ste na die 28 maklikste land van 190 in die indeks.



Rusland (en Oos/Sentraal Europa) neem nie deel aan die Weste se gekkige kultuuroorlog nie en hoef nie te voldoen aan streng omgewingsmandate nie. Geopolities weet ons hulle is veilig. Hul spandeer 4.0% van BBP op verdediging (minder as net die Israelies en Saudis) en hulle het die grootste kern arsenaal op die planeet. Rusland mag dalk een

van die bestendiger beleggingsbestemmings wees terwyl die Weste en China na meer riskante beleggingsbestemmings lyk as waaraan ons gewoond is.

Daar dreig tans 'n geopolitiese krisis op die Oekraïense grens. Rusland het 250 000 troepe daar stasioneer. Hulle het goeie rede en 'n goeie venstergeleentheid om die grens oor te steek. Die Weste sal waarskynlik niks anders daaraan doen as om sanksies teen Rusland in te stel nie. Onthou egter dat Europa afhanklik is van Rusland vir energie, so die sanksies sal nie te drakonies wees nie. Ons sal dus 'n Oekraïense inval sien as 'n koopgeleentheid.

Ons besit egter reeds klein posisies in Russiese maatskappye. Hierdie aandele is spotgoedkoop. Een van ons aankope is in Londen en Moscow genoteerde **Globaltrans Investment**. Die maatskappy besit en bestuur sowat 70 000 treinwaens, meestal in Rusland. Die maatskappy het in 2020 'n spesiale edividend verklaar en dus is die dividend-opbrengs van 17% te hoog. Ons verwag egter 'n 2022 dividend opbrengs van meer as 10% en die maatskappy is op 'n PV van 7. Ons besit ook **Sberbank**, die grootste bank in Rusland. Die het ook 'n dubbelnotering in Londen. SBER verhandel op 'n 5 PV en 'n dividend-opbrengs van amper 10%.

Besondere jaar

Die JSE het gedurende die jaar 29.5% (in Rand-terme) bygevoeg en die MSCI-Wêreldindeks van alle aandele het 21.5% bygevoeg in Dollar-terme en 31.4% in Rand-terme. Daarteenoor het ons plaaslike vlagskip-portefeulje 40.2% in Rand-terme opgelewer en ons buitelandse aandeelportefeuljes meer as 30% in Dollar-terme en meer as 40% in Rand-terme. Dit is moeilike opbrengste om te handhaaf en dit is belangrik om mens se verwagting te demper. Dit gesê - ons voel reg geposisioneer uit 'n makro-ekonomiese oogpunt en ons gaan die nuwe jaar in met portefeuljes wat meer gediversifiseerd en beter saamgestel is as ooit van tevore. Ons individuele posisies is steeds goedkoop en die vooruitsigte is nog aantreklik, en ons sien gereeld nog nuwe geleenthede raak. Dus pak ons 2022 aan soos wat ons elke jaar aanpak. Nie as optimiste nie, maar beslis nie as pessimiste nie. Ons is realiste. Die pessimis kla dat daar geen wind is nie. Dit optimis sit en wag vir die wind wat moet opdaag. Die realis pas sy seile aan.

Jou Beleggingsvennoot,

Drikus Combrinck