

Capicraft Nuusbrief: Eerste Kwartaal 2023

Inleiding

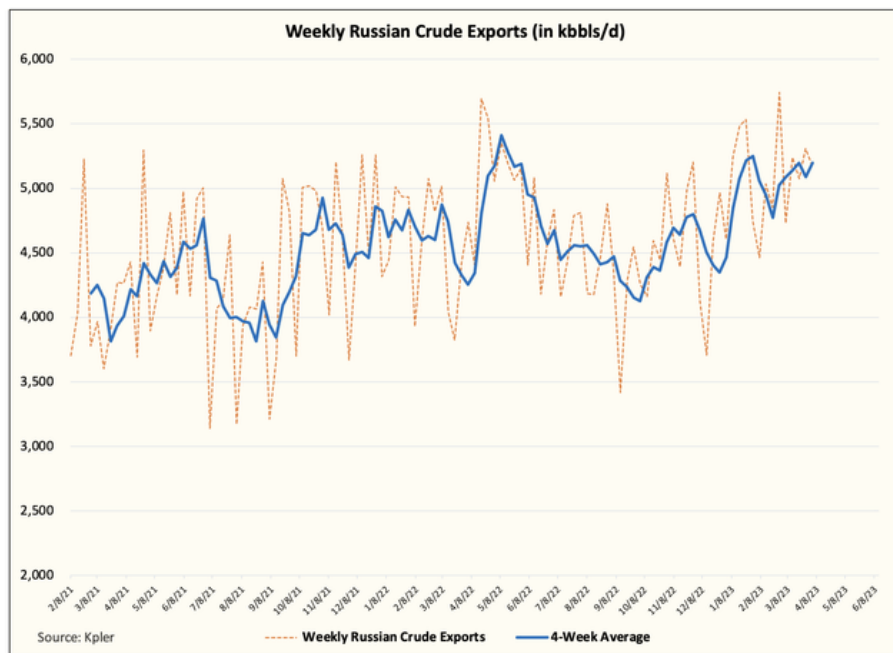
Vir Capicraft was die eerste kwartaal van 2023 een van gemengde gevoelens. Aan die een kant het ons portefeuljes goeie opbrengste verdien: die Capicraft Global Creator is 4.2% hoër in Dollar-terme (8.9% op in Rand-terme) en die meeste van ons multi-bate portefeuljes het eweneens in Rand-terme met hoë enkelsyfer-persentasies gegroei. Maar aan die ander kant het die MSCI-Wêreldindeks van alle aandele gedurende die eerste kwartaal met 7.2% in Dollar-terme gestyg, terwyl die JSE in dieselfde tyd met 5% in Rand-terme geklim het. Internasionale markte was dus selfs hoër, met die tegnologie-swaar Nasdaq wat 16% versterk het. Ons plaaslike spesiale geleenthede portefeulje, die Capicraft Compounder, het slegs 0.4% vir die kwartaal bygevoeg nadat dit verlede jaar 22% opgelewer het. Dit het ten tye gevoel of ons portefeuljes agter gelos gaan word in die stof van 'n gallopende bullopie.

Maar dit is ook belangrik om appels met appels te vergelyk. Capicraft se portefeuljes dra byvoorbeeld minder risiko as algemene aandeelmarkte soos die S&P 500 en veral die Nasdaq (wat steeds 25% laer is sedert die begin van 2022). Die Capicraft Global Creator, wat as 'n buigsame multi-bate globale fonds geklassifiseer word, se 8.9% opbrengs in Rand-terme vergelyk beter met eweknieë in die industrie wat gemiddeld 9.1% in Rand-terme opgelewer het. Nietemin, dit is nie die uitprestasie waaraan ons gewoon geraak het oor die laaste twee jaar nie.

Die Capicraft Beleggingstesis tydens die Eerste Kwartaal

Ons vernaamste beleggingstesis het nie tydens hierdie kwartaal uitgespeel soos wat ons dit uitgelê het aan die begin van die jaar nie. Eerste, ons het die jaar redelik "defensief" begin en het gewaarsku dat ons steeds wegbly van tegnologie-aandele. In die eerste kwartaal van 2023 het die Nasdaq met meer as 16% gestyg. As hierdie kort-termyn markbewegings jou enigste maatstaf is, dan was ons siening nie in die kol nie. Tweede, van dié geleenthede waaroor ons die mees opgewonde was, stel tans teleur omdat bestuur hulle voete sleep om waarde vir aandeelhouders te ontsluit. Derde, aanhoudende beurtkrag in Suid-Afrika dra by tot ons frustrasie (en almal se koste). Van die grootste besighede op die JSE is multi-nasionale maatskappye wat nie so baie deur beurtkrag in Suid-Afrika geraak word nie (indien enigsinds). Klein- en middelgrootte Suid-Afrikaanse maatskappye, waarin Capicraft blootstelling het, gaan gebuk onder 'n "vlak-6" tipe sentiment. Vierde, Sjina het stadiger oopgemaak as waarop ons gereken het en hulle vraag na energie produkte het teleurgestel. Ondanks sanksies voer Rusland meer olie uit as 'n jaar gelede (sien die tabel). Voeg hierby vrese dat 'n resessie miskien die voorland van die wêreld se grootste energieverbruiker mag wees (die VSA), en wat jy vind is dat die Olie en Gas indeks gedurende die eerste kwartaal van 2023 met 6.1% af was. In die

Global Creator is ons energie-blootstelling sowat 20% en saam met ander inflasie-verskansers soos "grond en grondstowwe" het dié posisies soos 'n handrem ons opbrengste teruggehou.



Capicraft verskil van Algemene Markdeelnemers

Een kwartaal is gans te kort om die doeltreffendheid van ons beleggingstrategie te bepaal. Ons moet verwag om by tye gefrustreerd te raak met marktoestande. Soms gaan hierdie frustrasie langer as een kwartaal duur. Al die geraas in die mark moet 'n mens egter nie kort-termyn georiënteerd maak nie. Die meeste deelnemers in die mark volg 'n ander benadering as ons. By wyse van analogie - hulle speel T-20 krieket, maar ons neem deel aan 5-dag toetskrieket:

1. Ons wil nie paaltjies verloor nie.
2. Ons hoef nie elke bal vir 'n ses te slaan nie.
3. As ons nie paaltjies verloor nie sal die grenshoue vanself kom.
4. Ons weet daar kom 'n tweede beurt...en 'n volgende toets.
5. Vennootskappe wen wedstryde.

Om by die analogie te bly, in die eerste kwartaal van 2023 het van ons vernaamste kolwers teleurgestel, maar iewers is daar 'n vennootskap gebou om 'n verdedigbare totaal op die telbord te plaas. Die vennootskap was ons blootstelling aan goud en silwer. Dié blootstelling in die Global Creator kom in verskeie vorme, van junior goudmyners tot fisiese goud-instrumente en met tantième maatskappye in die middel. Saam verteenwoordig dit sowat 12% van die fonds.

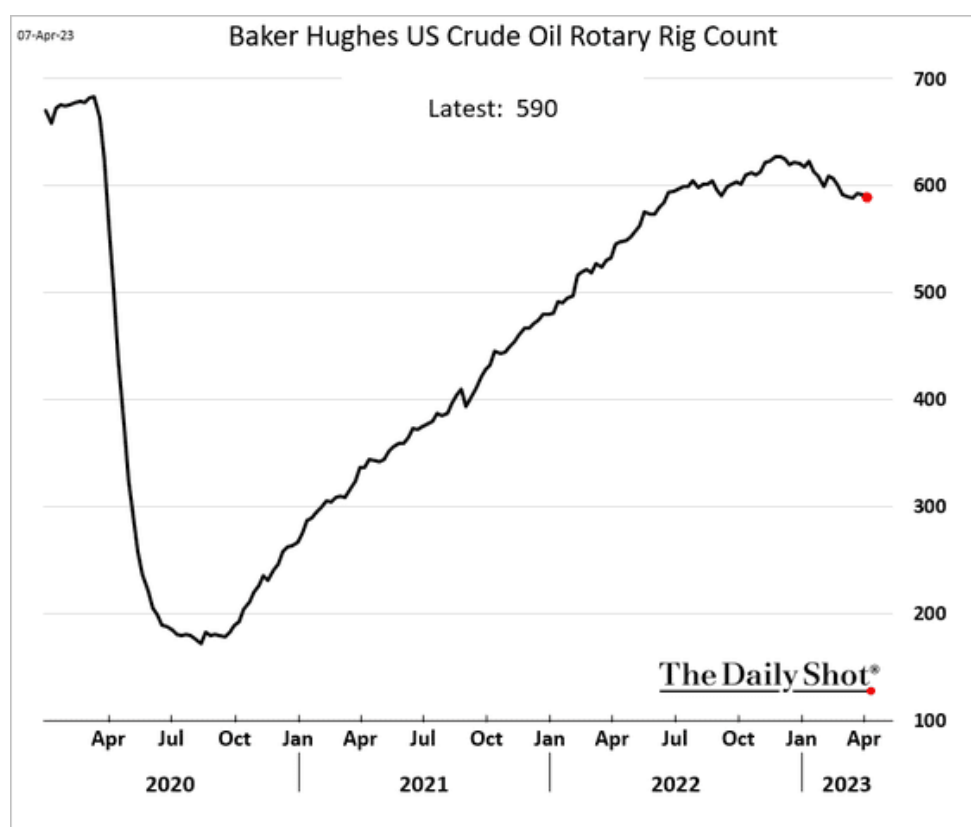
Ook het ons tweede grootste posisie, Burford Capital, uiteindelik lopies vir ons begin slaan. Burford is die wêreld se grootste litigasie finansierder; dit verdien opbrengste van gemiddeld 30% in hulle litigasie boek. As gevolg van Covid was baie hofsake uitgestel, Burford se skuld moes dringend her-finansier word en boonop het prominente analiste

Burford se besigheidsmodel onder verdenking geplaas. Maar op 31 Maart 2023 het alles verander. 'n Lang-verwagte hof-uitspraak is in Burford se guns beslis. Daarvolgens skuld Argentinië miljarde dollars aan (onder meer) Burford, wat veelvoute van Burford se aandeelprys kan wees. Op 31 Maart 2023 het Burford se aandeelprys met 54% gestyg. Ander kwelpunte is ook aangespreek en nou kan Burford eindelaas ordentlik gewaardeer word vir wat dit is: 'n besigheid wat hoë kapitaalopbrengste kan verdien sonder veel korrelasie met die breër finansiële markte. In April 2023 het Burford se aandeelprys verder gestyg maar ons waardasie is veelvoute van selfs die huidige aandeelprys.

Die Tweede Kwartaal

So gaan ons 'n nuwe kwartaal in, 'n tweede beurt as jy wil, met vars kolwers.

Ons openingskolwers is in die energie-mark. Op 2 April 2023 kondig OPEC aan dat dié groep olie-producente sowat 1.5 miljoen vate per dag se produksie gaan terugsky. Dit is 'n reuse hoeveelheid en die olie-prys het uiteraard hierop reageer. Intussen verlangsaam olie-produksie in die VSA en hulle sukkel om produksie-vlakke van 2019/20 verby te steek.



Gedurende die vorige dekade was die VSA skalie-industrie die wêreld se marginale olie-producent. Van die prominentste skaliebronne ervaar nou natuurlike oliebron-afnamekoerse. Die mededingende voordeel is nou weer in die hande van OPEC, wat natuurlik hoër pryse verkies. Olie-voorrade is tans op die laagste vlakke in 17 jaar. Die pad van minste weerstand vir energie-pryse is hoër. Ons het ontleed hoe winsgewend ons vernaamste olie-producente is sou olie teen 'n prys van \$60 per vat verhandel. Imperial Oil is 'n geïntegreerde Kanadese olie-producent en ons grootste olie-posisie. As olie teen 'n prys van \$60 per vat verhandel en Imperial Oil se aandeelprys is \$47 per aandeel,

dan kan 'n vrye kontantvloei-opbrengs van 13% steeds verwag word. Ons soek sulke asimmetriese beleggingsuitkomst vir Capicraft se portefeuljes: beperkte risiko maar prys-bewegings kan na bó opskiet.

Terloops, wat kan van hierdie vennootskap gesê word?



Die VSA Bank-krisis

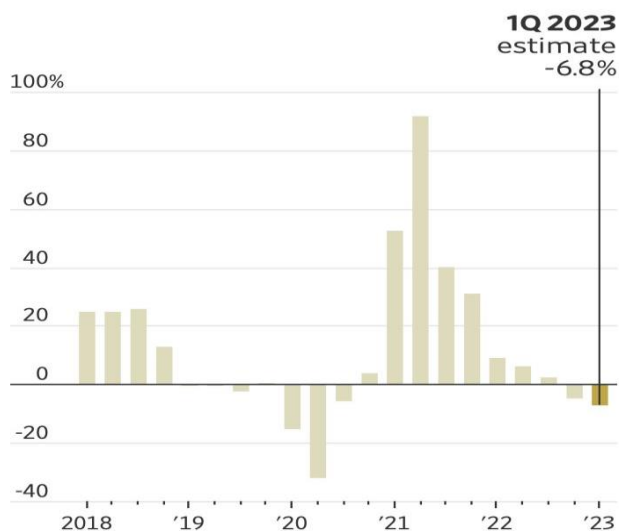
Intussen verander die krieket-blad vinnig en die spel kan baie moeiliker vir ons kolwers raak. Tydens die eerste kwartaal het die VSA een van die grootste bank-ineenstortings in hulle geskiedenis ervaar. Silicon Valley Bank (SVB) het gevou en twee ander banke was ook in die moeilikheid. Owerhede in die VSA moes vinnig inspring om deposante se kontant te red en die krisis te beperk. Om die grondredes vir dié krisis te verstaan, lees gerus ons nuusbrief vir die derde kwartaal van 2022. In daardie nuusbrief verwys ons na staatseffekte, veral VSA staatseffekte, wat foutiewelik in die finansiële sisteem as 'n "risiko-vrye" bate ingebou is en wat as kollateraal gehou kan word. Toe deposante op SVB toeslaan, moes die bank noodgedwonge hierdie kollateraal verkoop om fondse aan deposante beskikbaar te stel. Die probleem is dat stygende rentekoerse die staatseffekte baie minder werd maak het, soveel so dat as hulle (en verskeie ander banke) die beleggings in staatseffekte moes afmerk na markwaarde toe, dan sou van die banke insolvent verklaar moes word. Dit is toe ook wat met SVB gebeur het. Die meeste banke in die VSA het darem nie hierdie probleem nie. Die groter probleem is die moontlike "deposito vlug" van deposante. As baie deposante by ander kleiner banke ook skielik hulle kontant-beleggings wil opeis, sou dit hierdie banke kon dwing om staatseffekte teen verliese te verkoop. Met soveel verkopers in die VSA-staatseffektemark kon 'n likiditeitskrisis vinnig in 'n soewereine krisis ontaard het. Owerhede in die VSA het nie eintlik tot die redding van banke gekom nie, maar eerder primêr die finansieringsvermoë van die VSA Tesourie beskerm. 'n Krisis is vermy, in elk geval vir nou.

Die ironie is dat deposante in die VSA aanhou om met rasse skrede hul deposito's na "veiligheid" te skuif – vernaam in VSA staatseffekte. Dit het onlangs die koerse op VSA-staatseffekte noemenswaardig laat val; dit dien as 'n

kunsmatige rentekoers-verlaging vir die ekonomie. Dit is ook grootliks die rede hoekom groei- en tegnologie-aandele tans presteer in weerwil van laer winsverwagtinge (sien die tabel). Die banke se bereidwilligheid om krediet toe te staan is ook aan die afneem (sien die tabel) en is gewoonlik 'n goeie aanduiding dat 'n resessie op pad is.

Wins verwagtinge is aan die daal:

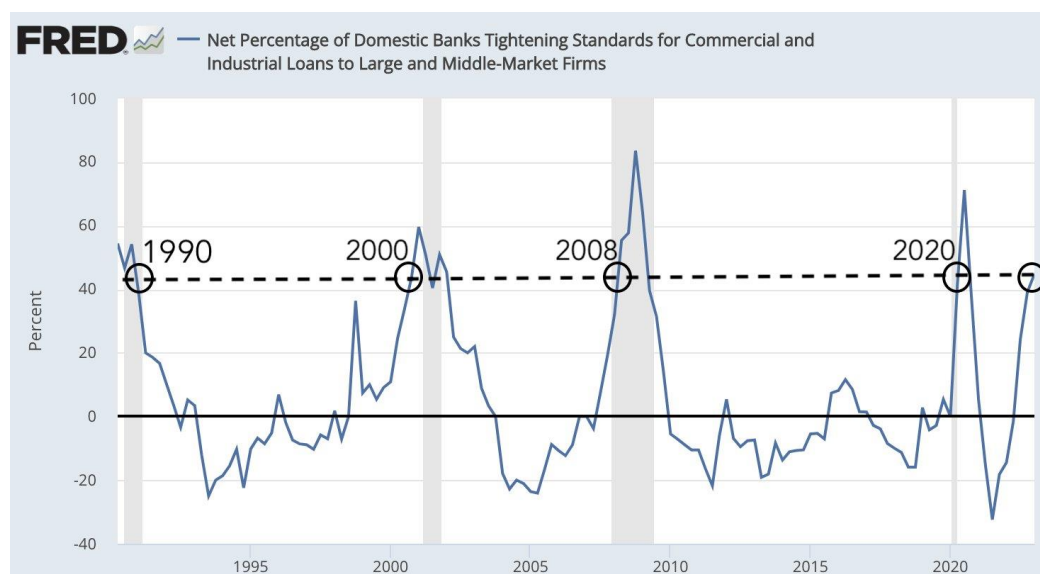
S&P 500 quarterly earnings, change from a year earlier



Note: 1Q 2023 earnings based on estimates. As of April 6.

Source: FactSet

Banke se verleningskriteria verstewig:



Daar is geen rede tot pessimisme

Sjina maak steeds toenemend oop en die Sjinese owerhede ondersteun die breë ekonomie. Een kommentator sê tong-in-die-kies dat die VSA 'n "Redbull en Vodka"-ekonomie het. Die depressant is hoër rentekoerse en inflasie, maar tergelykertyd word die ekonomie gestimuleer deur fiskale pakkette. Die finansiële markte kan egter net só lank só 'n toksiese kombinasie hanteer.

Daarom beskerm ons maar ons paaltjies. Ons het groterige harde-kontant posisies en edelmetaal blootstelling. Ons het selfs effekte begin koop, maar meestal in ontluikende markte in die Ooste. Meeste ontluikende markte het bittere medisyne reeds gesluk en lyk relatief gesond. Ons gee groter gewig aan defensiewe maatskappye. Maar die telbord moet bly rol. Ons bly by ons wedstryd-plan wat deur baie situasies in verskeie toetse gelouter is. Ons bly belê in aandele, bate-klasse en sektore waar ons lang-termyn waarde vind, ondanks kort-termyn wisselvalligheid en frustrasies. Die grenshoue sal kom, ons moet net geduldig bly.

Jou Beleggingsvennoot,

Drikus Combrinck