

## Capicraft Nuusbrief: Eerste Kwartaal 2024

Capicraft se portefeuljes het die eerste kwartaal van 2024 op nuwe hoogtepunte gesluit. Hierdie prestasie is behaal ondanks die Johannesburgse Aandelebeurs ("JSE") se Algehele Indeks wat 3% verloor het en die Alle Effekte Indeks wat met 1.8% gesak het. Onsekerheid oor die verkiesing hang tans soos 'n donker wolk oor plaaslike markte. Dit gooi ook skaduwees oor ons portefeuljes; posisies in Sasol, MTN en Spar het onlangs nuwe 52-week laagtepunte bereik. Ons spesiale geleentheid strategie, wat verlede jaar 25% tot ons portefeuljes bygevoeg het, het in die eerste kwartaal met 7.4% teruggesak. Die nuutste peilings dui op die mees onvoorspelbare verkiesing in Suid-Afrika sedert 1994. Aandeelpryse op die JSE reflekteer baie lae verwagtinge. Enersyds bied lae waardasies 'n marge van veiligheid sou slegte dinge gebeur, maar andersyds kan goeie opbrengste verdien word sou Suid-Afrika se politieke landskap vanaf hopeloos na effens minder hopeloos verander.

Ons buitelandse blootstelling het ons portefeuljes in die eerste kwartaal van 2024 oor die wenstreep gedra. Globale aandele het hulle lopie voortgesit en meer as 8% in VSA dollars tot die portefeuljes bygevoeg. VSA langtermyn staatseffekte het byna 4% verloor. Ons portuur groep, naamlik buigsame multibate fondse, het sowat 5.35% gestyg (7.35% in Rand terme). Die Capicraft Global Creator het met 3.4% geklim (5.2% in Rand terme). Die Creator fonds het onder-presteer omdat van ons grootste en beste presteerders in 2023 (byvoorbeeld Burford en ons posisies in uraan) gedurende die kwartaal prys-konsolidasie ervaar het. Oor die medium tot langtermyn is ons selfs meer opgewonde oor hierdie beleggings, maar goeie beleggings kan ook nie altyd net opbeweeg nie.

Ons is meer defensief geposisioneer as gewoonlik. In ons vorige nuusbrief het ons geskryf dat die mark glo inflasie gaan verlangsaam en dit het soveel as ses rentekoers verlaging gedurende 2024 ingeprys. Ons was – en is steeds – nie oortuig hiervan nie. Gedurende die eerste kwartaal van 2024 is sterker as verwagte VSA inflasie syfers behaal. Tans is die mark ook nie meer so seker dat rentekoerse ses keer gesny gaan word nie – tans verdiskonteer dit slegs twee rentekoers verlaging. Dit het gelei tot die afverkoping van VSA (en plaaslike) staatseffekte. Die VSA se Federale Reserwe Bank ("Fed") het egter nog nie hulle retoriek verander nie en dit wil toenemend voorkom asof die Fed gemaklik is met inflasie bokant hulle teiken van 2% – veral in 'n verkiesingsjaar en ook omdat \$8.9 triljoen se staatskuld binne die volgende 12 maande herfinansier moet word (35% meer as in 2023). Die VSA gaan bo en behalwe dít nog sowat \$2 triljoen se nuwe skuld maak. As inflasie aanhou verras gaan dit verdere druk op lang termyn rentekoerse plaas – totdat dit uiteindelik ook pyn vir die aandeelmark en die onderliggende ekonomie beteken.

Intussen het die periodieke tabel op my ander skerm helder groen begin flikker. Ten tyde van hierdie skrywe is koper op 52 week hoogtepunte, Brent ru-olie verhandel bokant \$90/vat en goud net onder \$2400/ons. Selfs PGM's het uit die dood opgestaan. Die CRB kommoditeits-indeks verhandel nou op dieselfde vlakke as toe die oorlog tussen Rusland en Oekraïne begin het.



Die grootste deel van hierdie prys-styging het eers in die laaste weke van die eerste kwartaal gebeur; die impak hiervan moet nog in die volgende paar maande se amptelike inflasie-syfers gevoel word. Capicraft is gelukkig goed in verskeie hulpbronne geposisioneer – veral in goud en energie – en ons besit ook 'n mate van inflasie verskansing. Ons portefeuljes het gevolglik ná kwartaal einde goed begin beweeg saam met hierdie hulpbron prys stygings. Hulpbron produsente se aandeelpryse het egter nog baie om in te haal. Sou die goudprys byvoorbeeld konsolideer by \$2350/ons, is dit \$400/ons hoër as die gemiddelde prys vir die reeds gerapporteerde tweede helfte van 2023. Só 'n styging kan 'n verdubbeling in marges en 'n nog groter sprong in wins per aandeel vir die myners beteken.

Die groot kop-krapper vir mark kommentators is die verskynsel dat goud aanhou styg in weerwil van hoër rente-opbrengste. In vorige nuusbriewe het ons reeds redes hiervoor voorgestel. Dit sluit in die VSA se verswakkende fiskale posisie, struktureel hoër inflasie en die Fed se onvermoë om iets hieraan te doen. Dit is 'n era van "fiskale dominansie". Maar die grafiek hieronder wys dat iets baie groter besig is om te gebeur, naamlik 'n verandering in die globale monetêre sisteem. Die Ooste en die globale Suide koop eerder goud as om hul handelsurplusse en buitelandse valuta-reserwes in Westerse staatseffekte te stoor. Hierdie sentrale banke koop goud – en so ook hulle privaat sektore. Sjinese beleggers se vraag na goud is só sterk dat die goudprys in Shanghai soms \$100/ons hoër verhandel as die prys later die dag in die Weste. Nie net moet Westerse sentrale bankiers nog wakker skrik nie, maar beide kleinhandel en institusionele beleggers in die Weste is ook nog netto verkopers van edelmetale. Verbeel jou wat met edelmetale kan gebeur as hierdie beleggers as kopers na die mark gaan terugkeer.

**Chart 2: Gold discounting a collapse in real rates**

US 10-year real rate % (inverted) vs gold price (RHS)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

Een van die gewildste beleggingstemas die laaste jaar was kunsmatige intelligensie (“KI”). Die opgewondenheid het sy oorsprong in produkte soos ChatGPT en die vermoë van nuwe programmatuur om woorde in prentjies te omskep. Die toepassings stop beslis nie daar nie, maar daar is eweskielik baie KI-deskundiges wat wilde verbeeldings het oor waarheen hierdie tegnologie die mensdom gaan neem. Gevolglik is daar ‘n paar aandele wat baie sterk lopies gehad het en wat nou teen pryse verhandel wat eweneens ‘n baie sterk verbeelding noodsaak. Capicraft is nie deskundiges op die gebied van kunsmatige intelligensie nie; ons is boonop versigtig om voorspellings te maak. In die goudstormlopie van ouds was daar altyd net ‘n handjievol winners gewees – saam met ‘n lang lys van mense wat armer en teleurgesteld huis toe moes gaan.

‘n Beter besigheidsmodel vir ‘n goudstormloop was nog altyd om die pikke en grawe te verkoop. Die mark reken die “pikke en grawe” vir die KI-stormloop is hoëspoed processors wat in data sentrums gebruik word. Dit verklaar die hoë waardasie van byvoorbeeld Nvidia wat die voortou in die sektor geneem het. Maar ons vra, wat is die beperkende faktor? Tydens goudstormlope van weleer was die teenwoordigheid van baie water die beperkende faktor. Goud was geskei van grond in groot aanlegte (wash plants) wat baie water benodig het. Volgens ARM, die \$130bn ontwerper van processors, benodig een ChatGPT navraag sowat 2.9 watt-uur se elektrisiteit – tien keer meer as ‘n google soektog. Een Nvidia H100 SXM processor gebruik 700 watt per uur – vier keer meer as die gemiddelde Westerse huishouding se elektrisiteitsverbruik. In 2023 het Nvidia 1.2 miljoen van hierdie processors verkoop, maar daar is ander processors van ander vervaardigers wat ook bygetel moet word. ARM projekteer dat teen die einde van die dekade gaan KI-verwerking omtrent 25% van die VSA se van elektrisiteits-aanbod gebruik (maar dit is ‘n aanbod wat tans nie bestaan nie en wat jare kan neem om te begin verskaf). Energie is die KI-stormloop se water.

Capicraft kyk na die kapitaal siklus. Ná meer as 'n dekade se onder-investering en wanallokasie van kapitaal in die energie sektor, om nie te praat van nuwe bronne van vraag na energie nie, is ons maar nog in die vroeë stadiums van die sektor se kapitaal siklus. Capicraft gaan daarom geduldig vashou aan ons uraan, gas, olie en steenkool beleggings.



Dalk sluk die KI-stormlopie nog 'n groot wind soos wat die elektriese voertuig ("EV") industrie tans doen. Verbruikers het vinnig beseft dat hulle E-voertuie baie swak herverkoopswaardes het en dat die batterye nie so lank hou as wat die vervaardigers aangedui het nie. In ieder geval dui studies soos dié van die Manhattan Instituut aan dat E-voertuie geen beduidende koolstof besparings tot gevolg het nie. Daar is baie gebruiksnut vir E-voertuie, maar na ons mening is dit vir eers 'n nis-mark. EV's verbeter byvoorbeeld klank en koolstof-monoksied vlakke in dig bevolkte stede. In Maart 2024 het Mercedes-Benz een van vele motor vervaardigers geword wat hul EV-planne teruggesny ten gunste van binne-brand, maar veral hibriede, motors. EV's is natuurlik minder bekostigbaar as tradisionele en hibriede voertuie, maar die langertermyn uitdaging is die beskikbaarheid van hulpbronne. 'n Baie ligte E-voertuig is sowat 340 kg swaarder (as 'n gewone motor) en gebruik omtrent ses keer meer minerale soos nikkel, koper, litium, kobalt, mangaan en grafiet. Dit neem lank om hierdie myne te ontwikkel en die marginale koste vir die ontginning van hierdie metale sal eksponensieel toeneem.

Toyota sê die oplossing is om hibriede motors te vervaardig. Vir dieselfde hoeveelheid minerale in een E-voertuig kan 90 hibriede elektriese voertuie gemaak word. Daardie 90 hibriede voertuie gaan oor hulle leeftyd 37 keer meer koolstof spaar as die enkele E-voertuig. Hibriede voertuie los ook baie ander uitdagings vir die verbruiker op, soos afstand en herlaai-tyd. Hibriede motor verkope styg tans met 24.7% jaar-op-jaar in Europa. Ford verwag dat in die afsienbare toekoms hulle verkope van Hibriede motors in die VSA met dubbelsyfers gaan groei. Hibriede motors gebruik 10-15% meer platinum as tradisionele motors. Dit is in teenstelling met 'n industrie wat 'n skerp afname in vraag verdiskonteer. Daarom besit ons PGM myners, maar ons het ook onlangs in die Londense genoteerde katalis

en PGM dienste maatskappy, Johnson Matthey, belê teen 'n PV veelvoud van 10 keer en 'n diwidend opbrengs van 4.5%.

Die motor vervaardigers is ook goedkoop, maar ons vermy hulle omdat die Sjinese begin kompeteer het met van die vernaamste handelsmerke. As 'n reël vermy ons industrieë wat deur die Sjinese geoogmerk word om op merkantalistiese wyse uitvoere te ondersteun. Daar is egter luukse motor vervaardigers wat hulle marktaandeel kan beskerm en lyk interessant vir ons.

Beter hulpbron pryse, veral dié van goud en PGM's, sal Suid-Afrika se handelsrekening goed doen. Omdat Eskom en Transnet die laaste paar weke beter presteer, kom meer goedere by die hawens uit. Verlede week het die adjunk president 'n beroep op onder andere Solidariteit gedoen om die landswye water infrastruktuur krisis te help oplos. Stadig maar seker raak Suid-Afrika se mense, instellings, munisipaliteite en besighede al hoe minder afhanklik van die vervalende staat. Het ek genoem dat die ANC hul volstreekte meerderheid gaan verloor en só ook twee provinsies? Wie weet, dalk is daar nog goud in die "myn-hope" van die JSE.

Jou Beleggingsvennoot,

Drikus Combrinck CFA®