

Capicraft Nuusbrieff: Tweede Kwartaal 2024

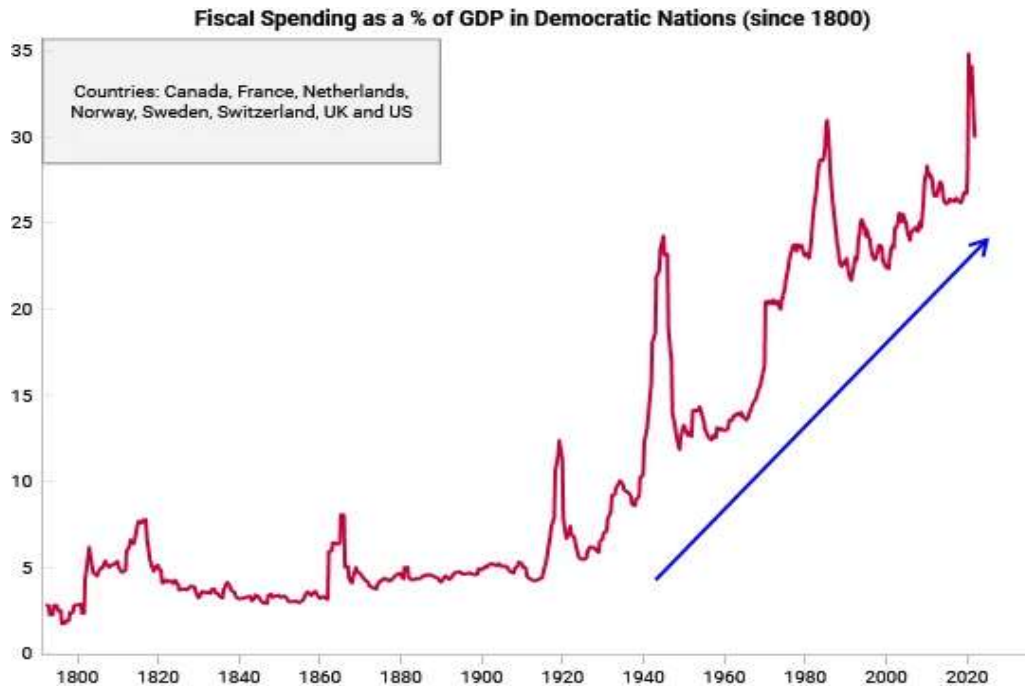
Amper presies 110 jaar gelede, op 28 Junie 1914, is aartshertog Franz Ferdinand, die Oostenryk-Hongaarse troonopvolger, in 'n politieke sluipmoord-aanval om die lewe gebring. 'n Kettingreaksie was ontloot – en die wêreld sou nooit weer dieselfde wees nie. Die moord op aartshertog Ferdinand het Europa in chaos gedompel en uiteindelik tot die Eerste Wêreldoorlog gelei. Aan die ander kant van die Atlantiese Oseaan het 'n ambisieuse Woodrow Wilson sy hervorkiesing gebruik om 'n geïsoleerde VSA by die oorlog te betrek. Nie net sou hy oorlog teen Duitsland verklaar nie, maar sy buitelandse beleid, wat as “Wilsonianism” bekend gestaan het, het vir die eerste keer die VSA as 'n arbiter en polisieman van die wêreld voorgelê. Dié beleid sou gedurende die volgende eeu tot groter en groter regeringsingryping en globalisme lei – soveel so dat die Noord-Atlantiese Verdragsorganisasie (“NAVO”), ten spyte van versekerings dat hulle dit nie sou doen nie, aanhoudend grense tot op die Kremlin se voorstoep verskuif. Vandag het die wêreld 'n groot Europese Oorlog.

Wilson, 'n demokrat van die sogenaamde “progressiewe” era, kan as die vader van die administratiewe staat beskou word. Hy het verkose amptenare van 'n nuwe klas onverkose amptenare geskei (wat ons vandag as “burokrate” ken). Vandag is die staat soos 'n groot Leviatan; dit moet toenemend groei om almal gelukkig te hou. Dit was ook Wilson wat in 1913 die Federale Reserwe Wet onderteken het om die Federale Reserwe Bank (“Fed”) tot stand te bring. Die Fed se magte en invloed sou oor die volgende eeu toenemend groei. Vandag het die Weste onvolhoubare skuld-vlakke.

Gedurende dieselfde periode het die Spaanse griep (1918) uitgebreek en sowat 50 miljoen mense se lewens geëis. Die inflasie wat die Weste in die latere stadiums van dié periode ervaar het, was ongeëwenaard. Nie net het die VSA dubbelsyfer-inflasie vir vier opeenvolgende jare gehad nie, maar die koopkrag van die Britse Pond het met nagenoeg 65% geval. Oostenryk het hiperinflasie ervaar – 'n voorsmakie van die hiperinflasie wat vir Weimar Duitsland voorgelê het. In Oktober 1919 het Woodrow Wilson 'n beroerte gehad. Nie net was die linkerkant van sy liggaam gestremd nie, maar hy was ook half-blind en kon nie praat nie. Wilson het geweier om te bedank; sy administrasie het sy toestand probeer toesmeer. Tot aan die einde van sy ampstermyn in 1921 het Wilson se vrou die meeste presidensiële sake agter geslote deure behartig. Die geskiedenis word nie presies herhaal nie, maar soms verskil die hede met net 'n paar millimeter van die geskiedenis.

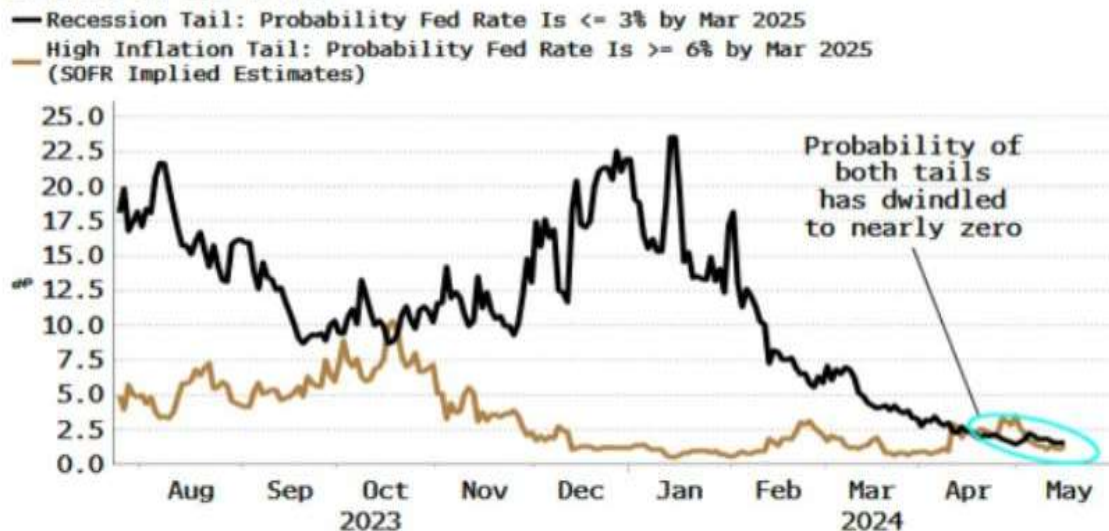
Elke era se sukses saai egter die saad van sy eie ondergang. Vrede, voorspoed en mag laat toe dat illusies, teenstrydighede en wanbalanse opbou wat met chaos en geweld vernietig moet word. Arthur Miller het gesê: “An era can be considered over when its basic illusions have been exhausted.” Illusies is orals besig om te verdwyn. Kyk gerus na wat in die Europese verkiesings gebeur. Groot dele van Europese bevolkings het wakker geskrik.

Soos wat die vorige era in die dekade van 1910 tot 1920 begin ontrafel het, net so sien ons die laaste paar jaar dat dieselfde met die huidige era begin gebeur. Finansiële markte ekstrapoleer graag tendense, maar ekstrapolasies tydens era-veranderinge kan finansiële ramspoedig wees. Die voordele van die huidige orde is tot die uiterste toe uitgebuit, maar dit is hoegenaamd nie volhoubaar nie.



Daar is darem goeie nuus, want al is ons moontlik in die oog van die storm, kos dit tans min om ‘n portefeulje teen die risiko’s van beide hoër inflasie én ‘n resessie te beskerm. Meegaande tabel toon waarskynlikhede wat rentekoers termynkontrakte in-prys:

A Tale of No Tails



Source: Bloomberg; Macrobond

Die Capicraft Global Creator fonds gebruik rentekoers- en wisselkoers termynkontrakte om die portefeulje teen sekere risiko’s te verskans. Ons handhaaf steeds ‘n hoë blootstelling aan reële bates vir ingeval inflasie skerp sou styg; ons hou ook kontant as ‘n resessie onverwags sou opduik. Verder is Capicraft “lank” die “VIX” (‘n volatiliteit-indeks). Die VIX is tans op baie lae historiese vlakke. Dit wys dat markdeelnemers nie vir risiko-beskerming wil

betaal nie. Dit herinner aan die toneel in “The Big Short” toe Jared Vennett (vertolk deur die akteur Ryan Gosling) die komende sub-prima krisis beskryf het: “Let me put it this way. I'm standing in front of a burning house, and I'm offering you fire insurance on it.”



Dalk is die huis (van die Weste) nog nie aan die brand nie, maar die struktuur is oud (einde van ‘n era) en toestande (politieke spanning) is hoogs vatbaar vir weghol-veldbrande – en dít terwyl die brandweer (beleidmakers) nie meer water het nie.

Tweede kwartaal resultate

Die Capicraft Global Creator het 0.1% in US Dollar terme gedurende die tweede kwartaal van 2024 (“2Q2024”) bygevoeg. Die Rand het in 2Q2024 met 2.8% versterk en dus het ons buitelandse blootstelling ons algehele prestasie gekniehalter. Die gemiddelde portefeulje is egter steeds op met lae enkel-syfers omdat ons plaaslike beleggings baie goed presteer het. Die Capicraft Compounder, wat slegs plaaslik belê, het 18% (in Rand terme) gedurende 2Q2024 behaal.

Ons het die aantreklikheid van die plaaslike mark in vorige nuusbriewe herhaaldelik beklemtoon. Suid-Afrika kan beleggers na die land teruglok indien die nuwe kabinet die nodige vertroue kan kweek en as die omvattende regruk-aksies by Eskom en Transnet volgehou word. Ons dink nie die ANC het oornag verander nie; hulle het waarskynlik nie te goeder trou onderhandel nie. Daar is egter ‘n mate van pragmatisme wat nou op die regering afgedwing word. Radikale beleidsverandering is seker nie nou op die agenda nie. ‘n Paar weke gelede is Suid-Afrika nog as “on-belêbaar” beskou, maar sterker beleid-sekerheid gaan talle buitelandse (en plaaslike) beleggers na ons goedkoop bates teruglok. Capicraft wag reeds vir hulle.

Jou Beleggingsvennoot,

Drikus Combrinck CFA®

Mark-geïmpliseerde verwagtinge en beleggings

deur Jaco Scholtz, Julie 2024

Inleiding

As baie mense met uiteenlopende belange in 'n likiede mark betrokke is, is die kans goed dat mark-pryse bekende inligting redelik goed sal reflekteer. Markte kan nie orals en altyd pryse ten volle effektief bepaal nie, maar markte is dikwels baie doeltreffend daarmee. As jy dít glo, dan kan 'n belegger pryse gebruik om te af te lei watter verwagtinge in 'n bepaalde aandeel (of skuld-instrument, of pryse van 'n sektor, ens.) verdiskonteer word. Capicraft kan besluit of ons met mark-geïmpliseerde verwagtinge saamstem al dan nie. As daar 'n groot marge van veiligheid (of “variante persepsie”) tussen mark-geïmpliseerde verwagtinge en Capicraft se begrip van die belegging-geleentheid bestaan, kan dienoooreenkomstig belê word. Hierdie benadering om te bepaal wat die mark in-prys teenoor wat 'n belegger dink die geval moet wees, is deur Alfred Rappaport en Michael Mauboussin in die voorwoord van *Expectations Investing* opgesom (eie vertaling):¹

Die sleutel tot suksesvolle beleggings is om die vlak van verwagte prestasie wat in die huidige aandeelprys ingebed is, te skat en dan die waarskynlikheid van 'n hersiening in verwagtinge te bepaal. Beleggers wat mark-verwagtinge behoorlik lees en hersienings verwag, verhoog hulle kans om goeie beleggingsresultate te behaal.

As die verwagte waarde van 'n beleggingsinstrument hoër as die prys daarvan is, is daar 'n kans om ekstra opbrengste te verdien. Die omvang van hierdie addisionele opbrengste hang af van hoe groot die diskonto tot verwagte waarde is, en hoe lank dit neem voordat mark-verwagtinge hersien word om daardie gaping kleiner te maak. Nie alle diskonto's tot verwagte waarde is egter dieselfde nie. Byvoorbeeld, as 'n onderliggende besigheid (of sektor) nie 'n billike opbrengs op ekwiteitskapitaal kan genereer nie, kan die verwagte ekwiteitswaarde van so 'n besigheid (of sektor) met verloop van tyd daal. In hierdie nuusbrieff gee Capicraft voorbeelde hoe ons mark-geïmpliseerde verwagtinge in ons beleggingsproses gebruik.

Verwagtinge oor Suid-Afrika

In die afgelope jaar het Capicraft gereeld gesê dat die mark lae verwagtinge in baie Suid-Afrikaanse beleggings in-prys. In die 2Q2023 Capicraft-nuusbrieff het Drikus Combrinck geskryf dat “die aandelemark prys alreeds ekonomiese stagnasie in en ons staatseffek-opbrengskoers bied 'n baie aantreklike politieke risiko-premie.” 'n Paar kwartale later, nadat buitelanders nóg meer Suid-Afrikaanse beleggings verkoop het, en nadat Regulasie 28 tot nóg meer plaaslike verkope aanleiding gegee het, het Combrinck gesê dat “verwagtinge is só laag en ons portefeuljes só goed verskans dat ek nie slaap hieroor [die verkiesing] verloor nie.” Gegewe die mark se lae verwagtinge in vergelyking met ons begrip van sake, het Capicraft geleenthede in Suid-Afrikaanse eiendomsaandele (2Q2023), RMH en Zeder (3Q2023) asook 'n mandjie van nege klein kapitalisasie-aandele (4Q2023) uitgelig. Vervolgens bespreek ons drie Suid-Afrikaanse voorbeelde waar ons met mark-geïmpliseerde verwagtinge verskil.

¹ Rappaport A. & Mauboussin, M.J., 2001, *Expectations Investing*, Harvard Business School Press, Boston.

Tyd horison

Soms is 'n mark-geïmpliseerde verdiskonteringstydperk baie korter as wat ons glo dit behoort te wees. Anders gestel, die mark kan 'n maatskappy se verwagte vrye kontantvloei vir slegs 'n baie kort tydperk verdiskonteer, terwyl Capicraft weer glo dat die maatskappy vir ten minste nog 'n dekade of langer vrye kontantvloei gaan genereer. In sulke gevalle moet 'n belegger meer geduldig wees as wat die mark tans impliseer dit bereid is om te doen. 'n Huidige voorbeeld is 'n genoteerde Suid-Afrikaanse maatskappy ("A") wat 'n belang ("S") in 'n besigheid het wat 'n ander genoteerde entiteit ("B") ook het. Wanneer die ondernemingswaarde van A bereken word, kan die mark-geïmpliseerde waarde van S ook van A se markkapitalisasie afgetrek word, sodat 'n mark-geïmpliseerde waardasie van A se kern-besigheid oorbly. A se belang in S kan via B verskans word. A se kern-besigheid verhandel tans teen 'n mark-geïmpliseerde verdiskonteringstydperk van minder as twee jaar. Nie net verdien A se kern-besigheid goeie opbrengste op ekwiteit nie, maar verdienste is boonop 'n goeie weerspieëling van die vrye kontantvloei wat gegenereer word. Dit lyk of bestuur vertrou kan word om die kontantvloei wat A se kern-besigheid genereer goed te allokeer. Waarom prys die mark sulke lae verwagtinge vir A se kern-besigheid in? Capicraft kan verskeie ingeligte raaiskote hieroor maak, maar selfs al blyk dit uiteindelik dat ons die mark se negatiwiteit teenoor A nie ten volle reg verstaan het nie, nogtans glo ons dat die mark-geïmpliseerde verdiskonteringstydperk net veels te kort is.

Goud wat blink (volgende jaar)

As 'n belegger goud-blootstelling wil hê is dit soms beter om eerder die metaal te koop as om in 'n goud-maatskappy te belê. Dit is immers moeilik om 'n nuwe myn te bou: dit neem tyd, daar is regulatoriese struikelblokke, baie kapitaal is nodig – om nie van ingenieurs- en ander vaardighede te praat nie. Dit is ook nie maklik om bestaande myne te bestuur nie. Gedurende die laaste jaar het Goldfields nie net terugslae ervaar om 'n nuwe myn in Suid-Amerika te bou nie, maar boonop is bestaande goudmyne in Australië deur vloede ontwig. Tydens die afgelope twaalf maande het Goldfields verskeie kere hulle verwagte goud-produksie afwaarts aangepas. Toe dit gebeur het, het die mark die nuwe verwagtinge vinnig ingeprys. Goldfields se aandeelprys het erg negatief hierop gereageer, maar dit het ook geleenthede gebied. Na ons mening is die tydsberekening van toekomstige goudproduksie—en dus die huidige waarde van vrye kontantvloei verbonde aan sodanige produksie—met sowat 'n jaar teruggesit. Gegewe bestuur se laer, hersiene produksie-vooruitskattings het Goldfields se aandeelprys in sommige gevalle intra-dag met soveel as 15% geval. Capicraft het munt hieruit geslaan deur Goldfields-aandele te koop ten tyde van die hersiening van produksie vooruitskattings. Ons verwagtinge het genoegsaam verskil met die mark se verwagtinge op daardie tydstip.

“Grondige” sektor verwagtinge

Mark-geïmpliseerde verwagtinge kan ook op sektore toegepas word. As 'n belegger in Suid-Afrika tans 'n opbrengs van (sêmaar) 14% op ekwiteit verwag, maar 'n sektor kan slegs opbrengste van 8% of 9% lewer, dan sal die mark vroeër of later die ekwiteit van daardie sektor teen 'n diskonto waardeur. Sou sulke laer-as-verwagte opbrengste voortduur, sal die aandele van daardie sektor teen groter en nóg-groter diskonto's begin verhandel. Suid-Afrika se eiendom sektor verhandel tans teen diskonto's van tussen 40% en 25% tot aandeelhouders-

ekwiteit. Wat impliseer die mark? Die vraag is nie of dié sektor kontant-diuidende kan verklaar selfs wanneer aandaelpryse teen groot diskonto's tot netto batewaarde verhandel nie. Hoë rentekoerse knou die eiendom sektor, maar ander sektore gaan óók gebuk onder duur skuld en moet steeds 'n opbrengs van ten minste 14% op ekwiteit verdien. Toegegee, die waarde van eiendomme word jaarliks hersien, en dikwels opwaarts herwaardeer, wat dit moeiliker maak om 'n aanvaarbare opbrengs op begin-ekwiteit te verdien. Nogtans bly die vraag: Impliseer die mark dat Suid-Afrika se eiendom sektor nie aanvaarbare opbrengste op ekwiteit kan verdien nie? Wat die mark ook al sê, beginsels van mark-geïmpliseerde verwagtinge kan ook op sektore toegepas word.

Slot

Capicraft gebruik die mark se kollektiewe wysheid om af te lei watter verwagtinge in 'n bepaalde finansiële instrument verdiskonteer is. Nadat ons die beleggings-geleentheid ondersoek het, en indien ons (met respek) met die mark verskil, kan ons dienoooreenkomstig belê. Capicraft se portefeuljes word gevul met beleggings wat individueel en gesamentlik 'n bo-gemiddelde kans het om goeie opbrengste te lewer – dít is *ons* verwagting.