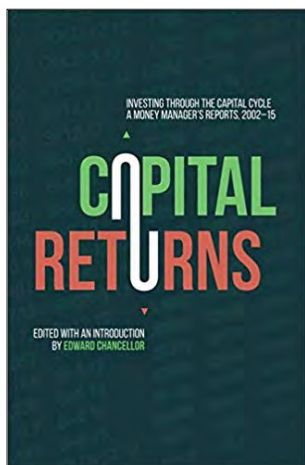


Capital Returns: Investing Through the Capital Cycle

Review door Floris Oliemans, Portfolio Manager Aandelen bij Kempen Capital Management



Uitgever: Palgrave Macmillan UK
ISBN: 9781137571649

Veel beleggingsboeken zijn een herhaling van zetten. Belangrijke thema's als een *margin of safety* of *intrinsic value* komen aan bod maar voegen weinig toe aan de kennis van de lezer. Zo niet bij *Capital Returns*. *Capital Returns* is een verzameling van beleggingsbrieven geschreven door Marathon Asset Management, een aandelenbelegger uit het Verenigd Koninkrijk.

Warren Buffett is de meest bekende schrijver van beleggingsbrieven. Zijn brieven geven niet alleen informatie over hoe het met het bedrijf gaat maar geven ook veel inzicht in zijn beleggingsfilosofie. Zo ook bij Marathon. De brieven worden aangegrepen om de beleggingsfilosofie uit te diepen. Het krachtige van de brieven van Marathon is dat ze zowel ingaan op hun succesvolle beleggingen als hun misstappen. Het thema van deze verzameling van brieven is de *capital cycle*.

De essentie van de *capital cycle* is dat de hoeveelheid aan nieuw kapitaal toekomstige rendementen bepaalt. Kapitaal stroomt een industrie in gedurende tijden van hoge marges. Deze hoge marges maken het mogelijk voor bedrijven en nieuwe toetreders om te investeren in nieuwe capaciteit. Beleggers zijn eveneens enthousiast, en waarderen groeiende industrieën met steeds hogere waarderingen. Dit is echter waar zowel bedrijven als beleggers de mist in gaan. Zij onderschatten de impact van het nieuwe aanbod. Aanbod komt vaak schoksgewijs de markt in en drukt de winstgevendheid van de gehele industrie. Het

boek *Capital Returns* waarschuwt beleggers voor het naïef doortrekken van trends. Het is belangrijk om een gedegen analyse te maken van de aanbod kant, omdat dit vaak de toekomstige winst bepaalt.

Een voorbeeld hiervan is de windmolenindustrie. Deze industrie, onder leiding van Vestas, maakte onstuimige groei door. Als gevolg van deze groei investeerde zowel Vestas als de concurrentie in nieuwe capaciteit. Hoewel de vraag naar windmolens sterk bleef, was de nieuwe capaciteit dusdanig hoog dat in 2012 zelfs Vestas, bijna failliet ging. Overcapaciteit zorgt voor druk op marges. Fabrieken hebben hoge vaste kosten waardoor ze geneigd zijn tegen lage winstgevendheid hun producten te verkopen. Het analyseren van de aanbodkant kan echter tevens kansen bieden, zoals ook het geval was bij Vestas. Het bijna-bankroet van Vestas had namelijk een positief einde. De periode van zwakke winstgevendheid zorgde voor rationalisatie binnen de industrie. Een aantal kleinere spelers gingen failliet en andere bedrijven verlaagden weer de productiecapaciteit. Een periode van consolidatie en lage marges zijn vaak tekenen dat de markt op het punt staat te herstellen. Juist door deze consolidatie en de lage beurswaardering was Vestas een van de best presterende aandelen van de afgelopen jaren.

Naar aanleiding van dit boek ben ik zelf de *capital cycle* gaan meenemen in elke beleggingsbeslissing die ik maak. Beleggingsboeken waar je in de praktijk wat aan hebt zijn zeldzaam, en daarom raad ik *Capital Returns: Investing Through the Capital Cycle* van harte aan. ■