

sulteren in volatiele kasstromen. Het maakt de maatstaf moeilijk in te interpreteren voor beleggers.

Dan speelt nog dat een rem op de investeringen de eenvoudigste manier is om de vrije kasstroom op te krikken. Het behoeft geen verdere uitleg dat dit doorwerkt in de (operationele) kasstroom van morgen.

ACHTERHAALD

Een praktisch bezwaar is dat geen eenduidige definitie voor vrije kasstroom voorhanden is. Zo prijken TomTom (23 procent) en KPN (17 procent) hoog op lijstjes voor aandelen met een hoge cash flow yield op het Damrak op basis van gegevens van dataleverancier Bloomberg.

De hoge posities hangen samen met het gegeven dat omvangrijke investeringen in immateriële activa – denk aan de navigatiekaarten van TomTom en de peperdure licenties voor ultrasnel

EEN HOGE KASSTROOM IS GEEN GARANTIE VOOR EEN GOEDE BELEGGING

mobiel internetten voor KPN – niet worden meegenomen.

Bloomberg hanteert een enge definitie van het begrip: alleen investeringen in kapitaalgoederen worden van de operationele kasstroom afgetrokken. In dit soort gevallen wordt de vrije kasstroom – het geld dat te verdelen zou zijn onder de kapitaalverschaffers – chronisch overschat.

In een wereld waarin immateriële activa (bijvoorbeeld: patenten, merken en klantenbestanden) steeds belangrijker worden, is het

de vraag wat beleggers nog aan deze nauwe definitie hebben.

Ook is een hoge cash flow (yield) geen garantie voor een aantrekkelijk rendement. Zo ogen de aandelen van het geplaagde vastgoedfonds NSI met een cash flow yield van 15 procent goedkoop. De vraag is alleen of kasstromen in de komende jaren niet lager zullen uitvallen als gevolg van druk op de huurinkomsten.

SLOTSOM

De vrije kasstroom is als maatstaf geliefd onder professionele beleggers omdat een onderneming deze moeilijker kan kneden dan de winst. Maar dit is niet onmogelijk, en een hoge kasstroom is geen garantie voor een goede belegging.

De cash flow yield heeft de meeste toegevoegde waarde voor een belegger die analyseert hoe de vrije kasstroom van een bedrijf is opgebouwd en zich door de jaren heen ontwikkelt.

knop waar een financieel directeur aan kan draaien om de kasstroom op te krikken, is bijvoorbeeld leveranciers later betalen. Imtech probeerde, uiteindelijk tevergeefs, op deze wijze het werkkapitaal binnen de perken te houden.

Ook kan een bedrijf in één keer een deel van de vorderingen verkopen aan geïnteresseerden (factoring). Uitzender USG maakte op deze wijze cash vrij vlak na het uitbreken van de financiële crisis in 2009.

Bedrijven kunnen met dit soort handigheidjes toch proberen de operationele kasstroom op te krikken.

Een groter probleem hangt samen met de investeringskasstroom. Investeringskasstroom. Investerings zijn veel bewegelijker dan afschrijvingen omdat veel (kleinere) bedrijven slechts om de zoveel jaar kapitaalinvesteringen doen. Onregelmatige investeringen re-

LEEGSTROMENDE KASSEN BIJ KPN

Het debacle KPN laat zien hoe nuttig het is voor beleggers om het kasstroomoverzicht te bekijken. Uit de cijfers van KPN blijkt dat het concern in de laatste vier jaar structureel meer aan beleggers teruggaf dan er via de vrije kasstroom [operationele kasstroom minus investeringskasstroom] aan cash binnenkwam.

Het verschil moest het belbedrijf lenen, met als gevolg dat de balans zwakker en zwakker werd. Toen in 2012 de operationele kasstroom serieus begon te haperen omdat klanten steeds minder belden en sms'ten, kwam het concern in serieuze problemen. Eind vorig jaar was er een omvangrijke aandelenemissie nodig nadat de

balans was verzwakt vanwege forse investeringen van 1,5 miljard euro in licenties voor ultrasnel mobiel internet. Topman Eelco Blok verwacht dat de flinke investering in 2013 richting het einde van dit jaar voor stabilisatie van de vrije kasstroom zal zorgen. In 2015 ziet Blok weer groei.

KPN	2008	2009	2010	2011	2012	2013
operationele kasstroom	4,0	3,8	3,8	4,0	3,0	2,9
investeringskasstroom	1,7	1,8	2,1	2,0	2,1	4,0
vrije kasstroom	2,3	2,0	1,7	2,0	0,9	-1,1
dividend	1,0	1,0	1,0	1,2	1,0	0,0
aandeleninkoop	1,1	0,9	1,2	1,0	0,0	0,0
Totaal	2,1	1,9	2,2	2,2	1,0	0,0
overschot (tekort)	0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,1	-1,1

* Bedragen in miljarden euro's. De hele investeringskasstroom wordt meegenomen, dus ook investeringen in immateriële activa.