

zekerheid. Er wordt daarom vaak een aanname gemaakt van een bepaalde groei van de kasstroom vanaf een bepaald moment, bijvoorbeeld na tien jaar. Zo'n aanname moet realistisch zijn; een langdurige groeivoet boven de groei van de economie als geheel is dat bijvoorbeeld niet.

RATIO'S

De vrije kasstroom is net zoals de winst een veelgebruikte indicator om een waarderingratio mee te berekenen. De kasstroom per aan-

AANNAMES OVER DE GROEI VAN DE KASSTROOM MOETEN WEL REALISTISCH ZIJN

deel wordt dan gedeeld door de beurskoers, en dat resulteert in de zogeheten *cash flow yield*. Het omgekeerde is de koers-kasstroom-verhouding, die net als de koers-winstverhouding wordt gebruikt als waardebeleggen-maatstaf.

De vrije kasstroom is ook te gebruiken als indicator voor de houdbaarheid van de huidige kapitaaluitgaves. Daarvoor is de *FCFE coverage ratio* in het leven geroepen, de FCFE gedeeld door het contante dividend en het bedrag aan ingekochte eigen aandelen.

Een ratio boven de 1 is over het algemeen gezond, tenzij dit het resultaat is van significant extra schuld opbouwen.

KRITIEKPUNTEN

Hoewel kasstromen moeilijker te sturen zijn dan winsten, is het niet onmogelijk. Een makkelijke manier om vrije kasstromen op te krikken, is het verlagen van investeringen. Hoewel dat op de korte termijn zorgt voor extra vrij beschikbare cash, zal dit natuurlijk negatief doorwerken in de kasstromen van morgen.

Ook draaien aan de knoppen van het werkkapitaal is een beproefde methode. Het werkkapitaal bestaat uit voorraden, plus rekeningen die nog niet zijn betaald aan het bedrijf (debiteuren), minus rekeningen die het bedrijf zelf nog moet betalen (crediteuren). Door zelf leveranciers later te betalen, maar bij afnemers wel snel het geld te innen, kan het kasstroomplaatje worden opgepoetst. Dat is uiteraard geen strategie die op de lange termijn veel waarde kan toevoegen voor beleggers, aangezien voornamelijk in de tijd wordt geschoven met in- en uitgaande cashbedragen.

Daarnaast is het DCF-model, dat een bedrijf waardeert op basis van kasstromen, niet alom geaccepteerd in de beleggingswereld. Het zou een vals gevoel van precisie geven, terwijl een groot deel van de berekende waarde doorgaans komt uit kasstromen ver in de toekomst. Kleine wijzigingen in de aannames over (constante) groei kunnen een grote impact hebben.

Dat is deels terecht, maar vooral een kritiek op de gebruiker van het model. Uiteindelijk is de waarde van een aandeel de optelsom van alle toekomstige vrije kasstromen teruggerekend naar vandaag. Maar ook deze methode is net zo goed als de cijfers die iemand erin stopt. Een verstandige belegger houdt met meerdere scenario's rekening, ook bij het inschatten van (de groei van) vrije kasstromen.

DE VRIJE KASSTROOM VAN SHELL

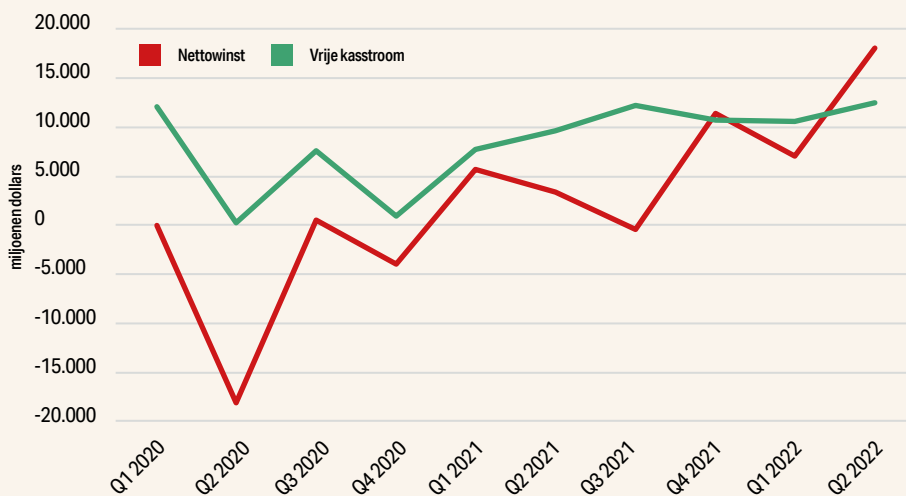
De winsten van Shell hangen voor een groot deel samen met de olieprijs. De kwartaalcijfers vanaf 2020 laten dit goed zien. Bij een lage olieprijs, zoals aan het begin van de coronapandemie, komt er simpelweg minder geld binnen uit olieverkoop. Tegelijkertijd moet in zulke periodes flink worden afgeschreven op olievelden die in de boeken staan, wat vooral in het tweede kwartaal van 2020 zwaar op de winst drukte. Er vloeit echter geen cash uit het concern bij zulke afboekingen. Om van winst naar vrije kasstroom te gaan, worden deze afboekingen dus opgeteld.

In het tweede kwartaal van 2022 valt op dat de vrije kasstroom significant lager ligt dan de

nettowinst. Een belangrijke oorzaak ligt bij het opbouwen van voorraden bij stijgende olie- en gasprijzen. Ook stegen de debiteuren, oftewel: Shell had aan het eind van het kwartaal meer geld tegoed van klanten. Het werkkapitaal van Shell is dus toegenomen. De investeringen lagen bovendien boven de afschrijvingen, waar dat in de negen kwartalen daarvoor omgekeerd was.

Shell genereert voldoende cash om ieder kwartaal een mooi dividend uit te keren. De hoge energieprijzen zijn natuurlijk eindig, dus het bedrijf doet er goed aan om de hoge opbrengsten ook te gebruiken voor investeringen in – rendabele – groene proposities.

VRIJE KASSTROOM SHELL KAN FLINK AFWIJKEN VAN DE NETTOWINST



Bron: kwartaalverslagen Shell