

# NV NEDERLAND: WINST GEKELDERD, VRIJE KASSTROOM (NOG) NIET

TEKST: JASPER JANSEN

Het merendeel van de AEX- en AMX-ondernemingen heeft inmiddels de resultaten over 2008 bekendgemaakt. Wat is de invloed van de kredietcrisis op de fundamenten van deze ondernemingen?

**D**e winstgevendheid van de 24 grootste Nederlandse ondernemingen is flink aangetast. De AEX in nieuwe samenstelling heeft een winst geboekt van een kleine 32 miljard euro. Vorig jaar realiseerden dezelfde ondernemingen nog een winst van ruim 73 miljard euro, hoewel een deel hiervan was te verklaren door eenmalige baten. De boosdoeners zijn de financials. Zo doken bank-verzekeraar ING (-729 miljoen euro) en verzekeraar Aegon (-1.082 miljoen euro) in het rood door fikse afschrijvingen op (rommel)portefeuilles en verslechterende kapitaalmarkten. De bedrijven TomTom (-375,1%), AkzoNobel (-111,2%) en Randstad (-95,2%) zagen eveneens hun winst verdampen doordat zij stevig moesten afboeken op achteraf dure overnames. Tot slot zitten de vastgoedgerelateerde fondsen als Unibail-Rodamco (-198,5%), Corio (-129,9%) en Wereldhave (-96,2%) in de hoek waar de klappen vallen omdat zij moesten afwaarderen op hun vastgoedportefeuilles. Unilever, DSM, Boskalis en Fugro wisten meer winst te behalen dan in 2007.

Het kleine broertje van de hoofdindex, de AMX, zag de winst van 2,5 miljard euro vorig jaar omslaan in een verlies van 142 miljoen euro. Hier is het vastgoedfonds Prologis, dat moest afboeken op een dubieuze distributiecentrumtransactie met een dochter, de grootste verliezer (-577,9 miljoen euro). Ook het Brabantse SNS Reaal schrijft

met een verlies van bijna 500 miljoen euro donkerrode cijfers. Van de Midkap-fondsen konden Arcadis, BinckBank, Ten Cate, CSM, Imtech, Smit en Vopak (iets) meer winst boeken dan een jaar eerder.

## **SURVIVAL OF THE FITTEST**

Een belangrijke kanttekening is wel dat er door de wijziging in samenstelling van de indices zelfs een te rooskleurig beeld wordt geschetst voor de trouwe indexbelegger. Doordat 'winnaars' promoveren en 'verliezers' degraderen ontstaat er een 'winners bias'. Het is daarom een interessante exercitie eens door te rekenen wat de koers-winstverhouding van de AEX is. Dit is te doen door het aantal aandelen van iedere onderneming in de index te vermenigvuldigen met de betreffende winst per aandeel.

Op basis van de resultaten per aandeel die de verschillende bedrijven in 2007 behaalden, had de AEX eind 2007 een koers-winstverhouding van 7,5. Eind 2008 was die verhouding (met de resultaten over 2008) negatief: -23. De AEX boekte als index over 2008 namelijk een verlies van ruim 10 euro. Na de herweging begin maart zijn verschillende verliezers eruit gevallen of hebben zij een aanzienlijk lagere weging. De leemte die hierdoor is ontstaan is opgevuld door de weging van (nu) winstgevende bedrijven, zoals Boskalis, KPN en Ahold te verhogen. Op basis van de huidige samenstelling noteert de AEX bij een stand van 215 punten

ruim 11 keer de winst die de bedrijven in 2008 behaalden.

Het lijkt er sterk op dat de in het verleden behaalde superwinsten van de financials niet snel terugkomen. Er zal balansverkorting plaatsvinden waardoor de winstgevendheid structureel lager wordt, maar het risico ook

## **WINST FICTIE, CASH FEIT**

Het is gezien de erbarmelijke winstcijfers een geruststellende gedachte dat deze maar relatief zijn. Accountants kunnen door met (verschillende) boekhoudregels te spelen een verliesgevende onderneming omtoveren in een winstgevende en vice versa. Een betere en objectievere maatstaf om te bepalen hoeveel geld er daadwerkelijk in en uit de onderneming stroomt is de vrije kasstroom. Deze wordt berekend door van de operationele kasstroom – de hoeveelheid geld die binnenkomt met het ontplooiën van normale bedrijfsactiviteiten – de kapitaalsuitgaven – investeringen in machines – af te trekken. In theorie is het zo dat de kapitaalsinvesteringen ervoor zorgen dat de toekomstige operationele kasstroom intact blijft. De cash die resteert kan worden verdeeld over de verschafters van vreemd vermogen en de aandeelhouders.

De totale gerealiseerde kasstromen van de AEX en de AMX zijn een stuk minder volatiel dan gerapporteerde winsten. De