

3 RENDEMENTSBRONNEN

hun bestaande productiecapaciteit en hebben feitelijk alleen geld nodig voor onderhoudsinvesteringen – denk aan een moertje hier, wat smeerolie daar en wellicht om de zoveel tijd een nieuwe, efficiëntere tabaksnijmachine.

Zo ligt de operationele kasstroom bij BAT, het moederbedrijf van Pall Mall, Dunhill en Lucky Strike, op zo'n 10 miljard Britse pond, terwijl er jaarlijks nog geen 600 miljoen pond nodig is voor investeringen. Het saldo van die beide posten kan – na eventuele schuldaflossingen en rente – worden uitgekeerd aan aandeelhouders. Zelfs de cfo's van technologiebedrijven zullen jaloers zijn op een dergelijk lage kapitaalbehoefte.

Het vrijekasstroom-rendement komt dan ook direct naar de aandeelhouder toe in de vorm van dividenden, en indirect via aandeleninkoop omdat zittenblijvers een steeds groter aandeel in de onderneming krijgen (en een groter deel van de winst).

Anders bekeken, stel dat tabaksbedrijven bij hun huidige beurskoers hun vrije kasstromen zouden gebruiken om aandelen in te kopen – en het dividend stopzetten – dan kunnen ze, afgezien van Philip Morris, in zes tot negen jaar alle aandelen opkopen en het bedrijf van de beurs halen. Natuurlijk is dat hooguit een theoretische mogelijkheid. Een bedrijf zal zichzelf niet op die wijze (willen) opeten. Bovendien zijn tabaksbedrijven het afgelopen decennium juist vooral meer dividend gaan uitkeren in plaats van het inkopen van eigen aandelen. BAT koos de laatste jaren voor schuldafbouw ten koste van aandeleninkoop, na de 40 miljard Britse pond kostende overname van Reynolds (onder meer Camel en Pall Mall) in 2017.

Maar de inkoop van aandelen komt gaandeweg weer nadrukkelijker op de agenda van het bestuur. Imperial Brands startte in oktober 2022 met een aandelen-

Het verwachte totaalrendement dat een belegger met een aandeel (*total shareholder return*, TSR) kan halen, kan worden opgeknipt in drie bronnen van rendement:

1 DE UITGEKEERDE VRIJE KASSTROOM

De meest directe vorm van rendement is het dividend, dat de belegger cash in het handje krijgt. Daarnaast kunnen eigen aandelen worden ingekocht, waardoor aandeelhouders een steeds groter stukje van het bedrijf in handen krijgen.

2 GROEI VAN DE VRIJE KASSTROOM

Cash die niet wordt uitgekeerd aan aandeelhouders, kan een bedrijf herinvesteren. Als het goed is, leidt dat tot hogere kasstromen in de toekomst. De kasstroomgroei is ook een rendementsbron voor beleggers.

3 VERANDERING IN WAARDERING

De waardering – in dit geval de koers gedeeld door de vrije kasstroom per aandeel – is belangrijk op het moment dat een belegger in- en uitstapt. Een hogere waardering op het uitstapmoment geeft het rendement nog een duwtje omhoog, en vice versa.

TABAKS-
BEDRIJVEN
ZIJN HET
AFGELOPEN
DECENNIUM
VOORAL MEER
DIVIDEND GAAN
UITKEREN



inkoopprogramma van een miljard Britse pond nadat de schuldratio aan de onderkant van de bandbreedte uitkwam (twee tot drie keer de winst voor rente, belastingen, afschrijvingen en amortisatie, ebitda) die het bedrijf zich ten doel had gesteld. Voor BAT ligt een vergelijkbaar niveau dit of volgend jaar in het verschiep. Analisten die het Britse bedrijf volgen, denken dat het de aandeleninkoop in 2025 weer zal hervatten. Dat kan net als bij Imperial Brands een koerstrigger zijn.

Bij veel beursfondsen is groei van de kasstroom cruciaal voor het rendement dat behaald wordt door een belegger (zie kader links).

Maar aandeelhouders van tabaksbedrijven kunnen zelfs zonder verdere toename van

kasstromen – en uitgaande van een gelijkblijvende lage waardeering – een bovengemiddeld rendement realiseren. Met uitzondering van Philip Morris ligt het directe rendement uit de vrije kasstroom al boven het langjarige gemiddelde rendement op aandelen (rond de 9 procent).

Analisten voorspellen echter dat de kasstromen verder zullen oplopen voor alle vier de sigarettenmaatschappijen. Hierdoor kan het totaalrendement de komende jaren nog hoger liggen (zie grafiek). Al past hier wel de kanttekening dat veel analisten notoire optimisten zijn.

EEN LAATSTE TREKJE

Beleggers zien over het algemeen het liefst dat meer vraag aan de basis staat van hoge kasstromen. Tabaksbedrijven moeten het daar