

ste 5 jaar wel in lijn met de vrije kasstroom.

#### ③ SBM OFFSHORE: 2 MILJARD EURO DE DEUR UIT

SBM Offshore is een van de twee bedrijven binnen de AEX met een negatieve kasstroom, gemeten over de afgelopen vijf jaar. Tegenover een totale nettowinst in die periode van 166 miljoen euro stelde de bouwer van boorplatformen een negatieve vrije kasstroom van 2,8 miljard dollar. SBM Offshore investeerde de afgelopen jaren in nieuwe projecten en zag ook de post "onderhanden werk" – verricht werk waarvoor SBM Offshore de factuur nog niet naar de klant heeft verstuurd – oplopen als gevolg van de bouw van de drijvende olieplatforms. Ook was er forse uitstroom van cash om fraudezaken uit het verleden op te lossen.

#### ④ ARCELORMITTAL: MILJARDENAFSCHRIJVING

ArcelorMittal is het andere AEX-bedrijf dat over het afgelopen halve decennium een negatieve vrije kasstroom boekte. Bijna 2 miljard dollar aan cash stroomde in de jaren 2011-2015 het staalconcern uit, maar de nettowinst was met 12,6 miljard dollar nog een stuk negatiever.

Dat astronomische verlies was te wijten aan boekhoudkundige afboekingen (non cash). Zo boekte het concern in 2015 4,8 miljard dollar af, voornamelijk vanwege een lagere verwachte winstgevendheid van mijnen die het concern bezit, veroorzaakt door de ineenstorting van ijzerertsprijzen. De aanpassing aan de economische realiteit is pijnlijk, maar wel puur boekhoudkundig, in de zin dat er op het moment van de afboeking geen stuiver de onderneming verlaat.



#### AANDACHTSPUNTEN VOOR BELEGERS

> Als de investeringen structureel onder de afschrijvingen liggen, moet een belegger alert zijn. Het zou kunnen betekenen dat een bedrijf te weinig investeert in de toekomstige groei.

> Loopt het werkkapitaal als percentage van de omzet op? Zoek dan uit waar de pijn zit. Zit het bedrijf met hoge voorraden omdat het product dat wordt verkocht uit de gratie is geraakt? Of is de betalingsmoraal van klanten verslechterd, waardoor het steeds langer duurt voordat de rekening wordt betaald? Beide zijn geen teken van kracht.

> Werkkapitaal bestaat uit de post voorraden plus debiteuren minus crediteuren. Een CFO die geconfronteerd wordt met hoge voorraden en/of slechte betalingsmoraal bij klanten kan dit compenseren door zelf toeleveranciers later te gaan betalen. Dat hier een grens aan zit, bewijst de casus Imtech.



– Column –

## Beleggen op basis van kasstromen: een gelukkige keuze



Het opperste levensgeluk voor een belegger: via een enkel kengetal weet je of een aandeel (ver)koopwaardig is. Was het maar zo simpel.

**B**ij beleggingsbeslissingen gaat het om twee zaken: wat iets waard is en wat het kost. Gelukkig valt de prijs bij beursgenoteerde ondernemingen snel te achterhalen. Het knelpunt zit in de waardebeoordeling.

De meeste beleggers schatten voor de waardebeoordeling de verwachte winst per aandeel van de onderneming over een reeks van jaren en kijken over hoeveel jaar de belegging zich terugbetaalt via winst. Simplistisch. Want winst-taxaties zijn onzeker, waardoor toekomstige winsten moeten worden verdisconteerd met een hogere rentevoet. Daarnaast is winst een mening, weet u nog wel? Zelfs met IFRS-boekhoudregeltjes. Tot slot kunnen balansproblemen (te hoge schulden) of een enkel rampjaar alle winstprognoses irrelevant maken en zelfs het einde van de onderneming inluiden.

Andere beleggers nemen daarom de balans als startpunt voor de waardebeoordeling. Zijn er relatief weinig schulden en is het eigen vermogen hoger dan de beurswaarde, dan drukken ze op de koopknop. Riskant. Het lot van beleggers die de balans heilig verklaren, ligt net als dat van de winstfetisjist in handen van de boekhoudgoden. Ook al speelt er geen fraude en is de boekhouding perfect, dan nog reflecteren de balans en de winst-en-verlies-

rekening de situatie conform boekhoudregels, die lang niet altijd de bedrijfseconomische toestand zinvol beschrijven. Bovenal betreffen deze cijfers de situatie in het verleden en zeggen ze niets over de toekomst. Niets.

Gezien alle beperkingen van de winst-en-verliesrekening en balans, resteert een slimme belegger daarom te kijken naar de verwachte kasstromen om de waarde van een onderneming te bepalen.

Dan moet hij wel even die toekomstige kasstromen goed schatten en tegen een adequate factor verdisconteren. En hopen dat de onderneming effectief investeert om winstgevend te bewerkstelligen en de continuïteit veilig te stellen. En hopen op een rendement dat hoger is dan de kapitaalkosten. En hopen dat er anders rigoureuus dividend wordt uitgekeerd of aandelen worden ingekocht. Bovenal dagelijks bidden dat de bestuurders integer en competent zijn.

Zelfs slimme beleggers moeten geluk hebben. Veel geluk.



**ERROL KEYNER**  
is adjunct-directeur van de VEB