



de vrije kasstroom, de cash die binnenstroomt uit de bedrijfsvoering minus gedane investeringen in bijvoorbeeld fabrieken en machines. Ook keken we naar de ebitda, de winst voor afschrijvingen, en de operationele kasstroom, de ontvangen gelden uit de bedrijfsvoering.

Uit de analyse blijkt dat bij het merendeel van de bedrijven papieren en 'echte' winst behoorlijk in evenwicht zijn. Bij ondernemingen als Ahold, KPN en RELX ligt de operationele kasstroom net boven de ebitda. Bij Heineken en Unilever ligt de dekking net onder de 100 procent, maar ook bij deze ondernemingen is de verhouding tussen papieren en klinkende munt gezond te noemen. Unilever en Heineken kunnen door hun sterke onderhandelingspositie ten opzichte van hun klanten – supermarkten bijvoorbeeld – korte betalings-termijnen afdwingen, terwijl zij

hun eigen rekeningen vaak later kunnen betalen. Hierdoor is de conversie van winst naar kasstroom relatief hoog en stabiel. Supermarktconcern Ahold kan op zijn beurt de Unilevers en Heinekens waarmee ze zaken doen weer snel betalen. Hun klanten, de klanten in de supermarkt, betalen immers meteen aan de kassa: een betalingstermijn van nul minuten. Ook KPN en RELX weten een hoge, en vooral, stabiele conversie van winst naar cash te bewerkstelligen. Aandeelhouders zien dit heel graag.

Toch lopen niet alle bedrijven keurig in de pas bij het verzilveren van hun winsten. Bij een viertal bedrijven zijn de afwijkingen opvallend.

**1 AALBERTS INDUSTRIES: LATER BETALEN**

Bij Aalberts lijkt een structureel gat te zitten tussen de operationele winst (ebitda) en de nettowinst

enerzijds en de operationele en vrije kasstroom anderzijds. De afgelopen vijf jaar waren nettowinst en operationele winst over het algemeen een stuk hoger dan de kasstromen. Dat verschil is voor een groot deel te verklaren door de trage betaling van klanten, zo valt uit de jaarrekening te becijferen door middel van de zogeheten *days of sales outstanding*-ratio. De maatstaf geeft aan hoeveel dagen het bedrijf op zijn geld moet wachten. De afgelopen vier jaar namen klanten steeds langer de tijd om de rekeningen van Aalberts te betalen. Waar de onderneming in 2012 gemiddeld 36,4 dagen moest wachten voordat een klant een rekening betaalde, was dit eind vorig jaar maar liefst 47,8 dagen. De kwestie is door het bestuur van Aalberts inmiddels onderkend. In het voorwoord van het jaarverslag noemt ceo Wim Pelsma een aantal verbeterpunten en geeft hij aan dat er "op dit vlak nog veel te halen valt".

**2 AKZONOBEL: INVESTEREN EN BIJSTORTEN**

Bij AkzoNobel oogt de kwaliteit van de winst matig: het ebitda-resultaat en de winst worden in vier van de vijf afgelopen jaren niet gedekt door kasstromen. Hier speelt dat de boekhoudkundige afschrijvingen lager liggen dan de investeringen. AkzoNobel investeerde bijvoorbeeld fors in verffabrieken in China. Ook moest het bedrijf fors betalen voor herstructureringen – lees: ontslagvergoedingen – en moest bijgestort worden in het pensioenfonds (de welbekende *top-up payments*). Door een miljardenaftoeking in 2012 is de nettowinst over de laat-

WELK DEEL VAN DE WINST WORDT GEDEKT DOOR KASSTROOM?		
Bedrijf	Operationele kasstroom als percentage van de EBITDA-winst (2011-2015)	Vrije kasstroom als percentage van de nettowinst (2011-2015)
AALBERTS	89,2%	86,1%
AHOLD	100,5%	85,5%
AKZONOBEL	96,9%	100,8%
ASML	91,7%	88,0%
ALTICE (VERLIJESLATEND)	92,5%	nvt
BOSKALIS	100,2%	90,3%
DSM	98,5%	69,1%
GEMALTO	96,1%	108,8%
HEINEKEN	97,8%	94,3%
KPN	106,6%	355,5%
ARCELORMITTAL (VERLIJESLATEND)	100,6%	nvt
PHILIPS	90,1%	352,8%
RANDSTAD	103,3%	174,3%
SHELL	127,0%	38,1%
RELX	101,3%	137,1%
SBM OFFSHORE (VERLIJESLATEND)	nvt	nvt
TNT EXPRESS (VERLIJESLATEND)	182,8%	nvt
UNILEVER	97,8%	99,9%
VOPAK	109,8%	44,2%
WOLTERS KLUWER	86,2%	149,4%