



Een goed bedrijf loopt niet alleen met papieren winsten te pronken, maar weet die verdiensten ook in klinkende munt om te zetten. **Niet alle bedrijven op de Nederlandse beurs beheersen die kunst.**

ASML, het paradedepaardje van de Nederlandse high-tech-industrie, zou minder winst maken als het een Amerikaans bedrijf was geweest. Met het succes van het bedrijf heeft dat niets te maken, het zijn de boekhouders die het verschil maken. Volgens de Europese boekhoudregels, de zogeheten IFRS-regels, behaalde de chipmachinefabrikant afgelopen jaar 1,619 miljard euro winst, aanzienlijk meer dan de (omgerekend) 1,387 miljard euro winst volgens de Amerikaanse boekhoudregels (US GAAP).

Het verschil zit vooral in de manier waarop de beide boekhoudregimes omgaan met uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling (r&d). Volgens de Europese boekhoudnormen mag ASML die r&d-uitgaven – denk aan de ontwikkeling van machines voor telkens fijnmazigere chips – als bezitting op de balans zetten, waardoor deze niet als kostenpost voor de berekening van de winst worden meegenomen.

EUROPEES DENKEN

In 2015 was met deze zogenoemde activering van ontwikkelingskosten 244 miljoen euro gemoeid. De “Europese” manier van denken is dat deze investeringen in de toekomst nieuwe omzet en winst gaan opleveren. De kosten van toekomstige groei in één jaar nemen zou niet reëel zijn. De Amerikaanse regelgever is strenger: hier worden alle r&d-uitgaven direct als kosten gezien waardoor de winst lager uitvalt.



IMTECH MAAKT SCHOOL

Het failliete Imtech is uitgegroeid tot het klassieke voorbeeld van cijfermanipulatie. Bij de technisch dienstverlener groeide de winst snel en gelijkmatig tussen 2008 en 2011.

De voorspelbare winstgroei, midden in crisistijd, maakte Imtech zeer geliefd onder analisten. De vrije kasstroom was echter veel volatieler dan de nettowinst – ook lagen de cashinkomsten structureel onder de nettowinst. Klanten bleken erg lang de tijd te nemen om hun rekening te betalen. Vanaf 2011 gaat het fout, de zo mooi oplopende winst blijkt niet gedekt door daadwerkelijke cashinkomsten. Los hiervan is ook gebleken dat winstcijfers door frauduleuze acties waren opgepompt en op lucht gebaseerd.

De verschillen in winst voor één en hetzelfde bedrijf over dezelfde periode maken nog maar eens duidelijk hoe wankel een beleggingsbeslissing kan zijn die puur op winst of op koers-winstverhoudingen is gebaseerd. Professionele beleggers kijken daarom verder dan de papieren winst en vergelijken deze met de cash die daadwerkelijk binnenkomt bij een bedrijf.

SCHOMMELINGEN IN WERKKAPITAAL

Bedrijven boeken “omzet” wanneer een product is verkocht of een dienst is verleend en “kosten” wanneer een tegenprestatie is geleverd. In principe hoeft daarbij nog geen stuiver van eigenaar verwisseld te zijn. Door schommelingen in werkkapitaal (voorraden plus debiteuren minus crediteuren) en verschillen in (puur boekhoudkundige) afschrijvingen en investeringen (die wel in cash zijn) kunnen er grote verschillen ontstaan tussen de winst-en-verliesrekening en het kasstroomoverzicht van hetzelfde bedrijf.

Als de winst (structureel) veel hoger is dan de kasstroom, dan kan dit een signaal zijn dat bedrijven de cijfers oppoetsen en zo verdoezelen dat de zaken niet zo goed gaan als gehoopt en verwacht. Kasstromen masseren is ook mogelijk, maar een stuk lastiger dan boekhoudkundige cijfers verfraaien.

Om na te gaan hoe robuust de winsten van Nederlandse beursfondsen zijn, hebben we voor twintig AEX-bedrijven winst en kasstroom vergeleken, zowel over 2015 als het gemiddelde over de afgelopen vijf jaar. We vergeleken de boekhoudkundige winst met