



periode die het nodig heeft om de gevolgen van de overname voor de concurrentieverhoudingen in Europa in kaart te brengen. Die vertraging heeft tot gevolg dat de deal waarschijnlijk pas op zijn vroegst begin 2013 afgerond is. Hoewel UPS en TNT Express overtuigd blijven van de goede afloop, laat de koers van TNT Express, die begin oktober circa vijftien procent onder het bod van 9,50 euro schommelt, zien dat niet iedere belegger dit vertrouwen deelt.

Zelfs als de deal gewoon

doorgaat, is cashdividend geen zekerheid. Dat heeft te maken met een ander probleemdossier van PostNL: de pensioenen. Als gevolg van nieuwe boekhoudregels mag PostNL vanaf begin 2013 haar zogenoemde actuariële pensioenverliezen niet meer over meerdere jaren uitsmeren, maar moet het deze in een keer in het eigen vermogen verwerken.

En zoals het er nu naar uitziet, zal de pensioenpijn groter zijn dan het volledige eigen vermogen. Gevolg: een negatief eigen vermogen. In die situatie mag ceo Herna Verhagen geen dividend uitkeren. Bovendien is het twijfelachtig of de bedrijfswinsten in de tweede jaarthelft voldoende zullen zijn om de reserves tot boven het nulpunt te trekken. PostNL heeft minimaal een buffer van 150 miljoen euro nodig.

SHELL: BALANS MAAKT TOEKOMSTIGE DIVIDENDEN REDELIJK ZEKER

Als het om dividend gaat, heeft **Shell** een indrukwekkende reputatie. Terwijl concurrenten in de jaren 2009 en 2010 hun dividend fors verlaagden, koos Shell juist voor verhogingen. Hoe houdbaar is dit?

De analisten van zakenbank JP Morgan vergeleken de verwachte dividenden met de inkomsten van Shell voor de komende vier jaar. Als gekeken wordt naar de payout ratio, het dividend gedeeld door de winst, dan lijkt de uitkering makkelijk houdbaar. In 2015 bedraagt het dividend niet eens de helft van

de op dat moment verwachte winst. Maar dividend moet met cash betaald worden en winst is geen cash. De werkelijke cash die binnenkomt bij Shell ('vrije kasstroom') is aanzienlijk lager dan het bedrag dat onder aan de streep overblijft ('nettowinst'). Dit heeft er onder andere mee te maken dat de massieve investeringen in de zoektocht naar nieuwe oliebronnen [gedeeltelijk] buiten de winst-en-verliesrekening worden gehouden.

De verwachte vrije kasstromen geven Shell minder marge. In 2015 wordt een kleine 90 procent van de cash gebruikt voor het dividend. Als de analisten ook de inkoop van aandelen meenemen, is de vrije kasstroom in 2014 en 2015 niet voldoende om de uitkeringen aan aandeelhouders te doen. De rekenaars van JP Morgan verwachten niet snel dat Shell een streep door het dividend zet, maar in een wat minder rooskleurig scenario lijken verhogingen van het dividend niet realistisch.

Er is wel een plus. In de sommetjes gaan analisten uit van een olieprijs van gemiddeld 90 dollar. Hoewel de prijs van olie alle kanten opschiet, ligt de prijs voor een vat olie hier nu met 110 dollar ruim boven. De sterke balans lijkt ruimte te bieden om de uitkering in ieder geval intact te houden.

DIVIDEND MOET MET CASH BETAALD WORDEN EN WINST IS GEEN CASH

WAAROP LETTEN BIJ DIVIDEND?

- **Heeft het bedrijf de afgelopen jaren het dividend op peil kunnen houden, of liever, gestaag verhoogd?**
- **Hoe conjunctuurbestendig is de onderneming?** Recessiegevoelige bedrijven zoals uitzenders zullen eerder een dividend overslaan dan ondernemingen in defensievere sectoren zoals de voedingsindustrie.
- **Stroomt er voldoende cash binnen voor de betaling?** Als inkomsten onder druk staan of grote investeringen zijn aangekondigd, is er mogelijk niet voldoende cash over om dividend uit te keren.
- **Welk deel van de winst wordt als dividend uitgekeerd?** Bij een relatief lage payout heeft het bedrijf marge om het dividend intact te laten bij tegenvallende resultaten.
- **Hoe degelijk is de balans?** Bedrijven die zuchten onder een hoge schuldenlast zullen eerder geneigd zijn het dividend te passeren.

Zijn de dividenden van Shell houdbaar?

	gem. 2003-11	2012	2013	2014	2015
Dividend per aandeel (€)	1,68	1,72	1,76	1,81	1,84
Payout ratio (winst)	44%	39%	43%	47%	49%
Payout ratio (vrije kasstroom)	69%	42%	59%	78%	87%
Inclusief aandeleninkoop	92%	56%	84%	109%	121%

Bron: JP Morgan

Bank 5.9% - Arcelor Mittal 5.9% - KPN 5.4% - Aperam 5.3% - Bam Groep 5.3% - Acomo 5.3% - Accel 5.2% - Unibail Rodamco 5.1%