



maatstaf een goed beeld van de winstgevendheid biedt en bovendien het vergelijken van bedrijfsprestaties makkelijker maakt. De echte ebitda-fetisjist gaat nog een stapje verder door te verkondigen dat het cijfer een prima benadering is van het geld dat daadwerkelijk bij een bedrijf binnenstroomt.

CASHCONVERSIE

Op die verheerlijking van de ebitda als graadmeter van prestaties valt het nodige af te dingen. Onder het lijntje van deze

ebitda speelt zich namelijk nog heel wat af. Wat te denken van kosten als belastingen, rente en de *non-cash*-posten afboekingen en afschrijvingen. En als een bedrijf veel gebruikmaakt van samenwerkingsverbanden (*joint ventures*) dan sneuvelt het deel van het resultaat waar aandeelhouders geen recht op hebben pas helemaal onderaan de resultatenrekening. Zo kan er een gapend gat zitten tussen het bedrijfsresultaat en de nettowinst. Voor bedrijven die onderaan de streep weinig overhouden, is de ebitda een flatterende maatstaf.

Maar minstens even interessant als de resultatenrekening is het kasstroomoverzicht. Net zoals ebitda en nettoresultaat mijlenver uit elkaar kunnen liggen, kan ook het bedrijfsresultaat een veelvoud zijn van de vrije kasstroom (*free cash flow*, *fcf*). Zo komen de bedragen die bedrijven steken in werkkapitaal, fabrieken, machines en andere kapitaalinvesteringen in de boekhouding bijvoorbeeld niet terug in de resultatenrekening, maar kan de cash wel rijkelijk het bedrijfspand uitvloeien. En de vrije kasstroom is op zijn beurt weer een belangrijke prestatie maatstaf: het geeft aan welk geld beschikbaar is voor uitkering aan aandeelhouders in de vorm van dividenden en aandeleninkoop of het aflossen van schulden.

De brug van het bedrijfsresultaat (ebitda) naar de vrije kasstroom is een grondige inspectie waard. Een scherpe belegger wil weten welk deel van het boekhoudkundige bedrijfsresultaat of nettowinst zich ook daadwerkelijk in klinkende munt uitbetaalt. Het berekenen van de zogenoemde cashconversie geeft een oordeel over de kwaliteit van de winst en is daarom een essentieel onderdeel van elke bedrijfsanalyse.

EBITDA OF KASSTROOM: WAT IS HET VERSCHIL?

Het (aangepaste) bedrijfsresultaat (ebitda, de winst voor rente, belastingen en afschrijvingen) wordt veelal gezien als benadering van het cashgeld dat bij een bedrijf binnenstroomt. Toch gaat de ebitda volledig voorbij aan diverse uitgaven die een bedrijf wel degelijk doet.

De eind vorig jaar overleden Charlie Munger, de rechterhand van de Amerikaanse superbelegger Warren Buffett, noemde ebitda om die reden dan ook bullshit-winst. Bedrijven ontkomen simpelweg niet aan het betalen van rente en belasting. Bovendien zijn er maar weinig bedrijven die kunnen draaien zonder werkkapitaal en kapitaalinvesteringen (capex).

Ook laten veel techbedrijven een deel van de onderzoeks- en ontwikkelingskosten niet via de resultatenrekening lopen. Deze uitgaven worden natuurlijk wel gedaan en gaan ten koste van de vrije kasstroom. Kortom, de ebitda is geen goede maatstaf voor het daadwerkelijke cashgeld dat een bedrijf in- of uitvloeit.

>TOEKOMSTIGE GROEI

Het is wel belangrijk te onthouden dat ook de fcf(-conversie) zijn tekortkomingen kent en te manipuleren is, zij het minder makkelijk. Een lage conversie is niet per se slecht nieuws, omdat deze het gevolg kan zijn van (rendabele) investeringen in de toekomst. Zo is KPN nog tot 2026 glasvezel voor snel internet aan het leggen in Nederland. Die (tijdelijke) investeringen drukken de vrije kasstroom met vele honderden miljoenen, wat leidde tot een relatief lage cashconversie van 39 procent in 2023. Het rendement op deze investering (groei van de ebitda-winst) betaalt zich mogelijk pas vele jaren later uit.

Ook ASML is een voorbeeld van hoe de cash(conversie) niet zaligmakend is. ASML verlangt van klanten aanbatalingen bij bestellingen voor nieuwe machines. En die waren er tijdelijk over heel 2023 een stuk minder. Ook houdt ASML hoge voorraden aan om in te spelen op de toekomstige vraag naar geavanceerde (EUV)-machines. Hierdoor lag de fcf(-conversie) vorig jaar met 33 procent een stuk lager dan in de jaren daarvoor het geval was.

Deze situatie zal bij quasi-monopolist ASML spoedig keren zodra de orders binnenstromen voor de tientallen chipmachines die moeten worden geïnstalleerd in de meer dan twintig nieuwe chipfabrieken (fabs) die – van Japan tot de Amerikaanse staat Arizona – tot en met 2025 hun deuren openen. Een flink gat tussen winst en kasstroom kan ook een indicatie zijn dat er fors in toekomstige groei wordt geïnvesteerd.