



VAN KIKKER TOT PRINS HOE KASSTROOM WORDT OPGEPOETST

- Een vrije kasstroom waar structurele uitgaven buiten beschouwing blijven, kan beleggers op het verkeerde been zetten. Fugro illustreert dat treffend.
- Het bedrijf presenteerde afgelopen jaar een vrije kasstroom van 161 miljoen euro en beschouwt dat zelf als een belangrijke prestatie-indicator. De beurswaarde bedraagt circa 1 miljard euro. Beleggers betalen dus circa 6 keer de vrije kasstroom. Dat oogt aantrekkelijk. Maar zodra de verplichte leasebetalingen van 51 miljoen euro worden meegeteld, blijft er slechts 110 miljoen euro over. De waardering schiet dan omhoog: beleggers betalen ruim 9 keer de echte kasstroom (zie grafiek pagina 10).
- Wat op het eerste gezicht een aantrekkelijk geprijsd aandeel leek, blijkt na correctie een stuk minder spectaculair.

te zetten, alsof ze eigenaar zijn van de gehuurde gebouwen, machines en kantoren.

Dat is een technisch lastige ingreep met een vervelend effect. De leasebetalingen die vroeger als operationele kosten door de resultatenrekening liepen – en ook echt in cash worden betaald – gelden nu als financieringslasten.

Voor beleggers heeft dat een groot nadeel. In sommige definities van vrije kasstroom blijven leases volledig buiten beschouwing. Daarmee verdwij-

**IN SOMMIGE
DEFINITIES VAN
VRIJE KAS-
STROOM
BLIJVEN
LEASES
VOLLEDIG
BUITEN
BESCHOUWING**

nen structurele leasebetalingen stilletjes uit beeld.

TERUGKEREND

AkzoNobel is daar een treffend voorbeeld van. Het verf- en coatingbedrijf rapporteerde afgelopen jaar 367 miljoen euro aan vrije kasstroom, maar dat is buiten de ruim 100 miljoen euro aan leasebetalingen om gerekend.

Bij bodemonderzoeker Fugro blijkt uit de kleine lettertjes in de jaarrekening iets soortgelijks. De

161 miljoen euro aan 'vrije' kasstroom slonk met ongeveer een derde zodra de leasebetalingen werden meegerekend. Kosten voor het huren van schepen, kantoren en apparatuur – productiemiddelen die toch echt dagelijks nodig zijn om omzet te kunnen draaien – blijven in het officiële cijfer onzichtbaar.

Het is goed te beseffen dat leasekosten niet slechts een theoretische boekhoudpost zijn. Het zijn keiharde uitgaven met een terugkerend karakter. Voor beleggers die de financiële ruimte willen inschatten, maakt dat een wereld van verschil.

#04

De bankrekening als leidraad?

ALFEN

Sommige bedrijven rekken de definitie van vrije kasstroom nog verder op. Zo kwam het worstelende Alfen vorig jaar uit op een 'vrije' kasstroom van 21 miljoen euro. De berekening daarachter? Simpelweg de verandering van het banksaldo over het jaar. Alles wat de kaspositie beïnvloedde – waaronder dus ook nieuwe leningen of aandelenuitgiftes – werd meegeteld.

Dat lijkt misschien niet eens zo vreemd, maar geld dat de kas instroomt door het opnemen van een banklening of als gevolg van een aandelenemissie zegt natuurlijk niets over het geld dat Alfen verdient met zijn kernactiviteiten, de verkoop van laadpalen, batterijen en transformatorhuisjes. Beleggers die inzicht willen in het structurele verdienvermogen hebben nauwelijks iets aan Alfens maatstaf. Het bedrijf stipt zijn definitie alleen indirect aan in persberichten en analistenpresentaties, maar komt er in het geheel niet op terug in het jaarverslag. Dat helpt beleggers bepaald niet.