

MAKKELIJK TE KNEDEN

De meestgebruikte berekening voor de vrije kasstroom – in het Nederlandse beursgenoteerde landschap en ver daarbuiten – is simpel: de operationele kasstroom verminderd met de kapitaaluitgaven. Op papier logisch, want het is de kasstroom uit de dagelijkse bedrijfsvoering minus de uitgaven voor nieuwe machines, gebouwen of andere vaste activa die nodig zijn om de bedrijfsvoering in stand te houden of om een tandje hoger te kunnen schakelen. Wat overblijft, is vrij beschikbaar.

VERKEERDE BEEN

In de praktijk wordt echter geregeld een loopje genomen met deze definitie. De vrije kasstroom is geen afgebakend begrip. Internationale boekhoudregels (IFRS) schrijven niet voor hoe de berekening eruit moet zien. Bedrijven hebben daarom alle vrijheid hun eigen definitie te bedenken en die ruimte benutten ze ten volle. Gevolg is dat de maatstaf arbitrair en kneedbaar is. Een in-

ventarisatie van de VEB leert dat beursfondsen zich van hun meest creatieve kant laten zien en aan de gangbare definitie een geheel invulling geven. Zo blijken reguliere uitgaven als belastingafdrachten of leasebetalingen door bedrijven nog weleens genegeerd te worden. Beleggers die klakkeloos afgaan op wat het bedrijf als vrije kasstroom publiceert, worden op het verkeerde been gezet. Een overzicht van vier bedrijven die hun geldstroom wel heel creatief vormgeven.

#01
Bedrijfsverkoop als duurzame kasstroom?
 CORBION

De veelheid aan definities maakt het voor beleggers lastig te voorzien wat nu écht overblijft in de kas. Neem ingrediëntenspecialist Corbion. Het bedrijf meldde vorig jaar

DE VERKOCHTE ACTIVITEITEN LEVEREN IN DE TOEKOMST LOGISCHERWIJS GEEN CENT MEER OP

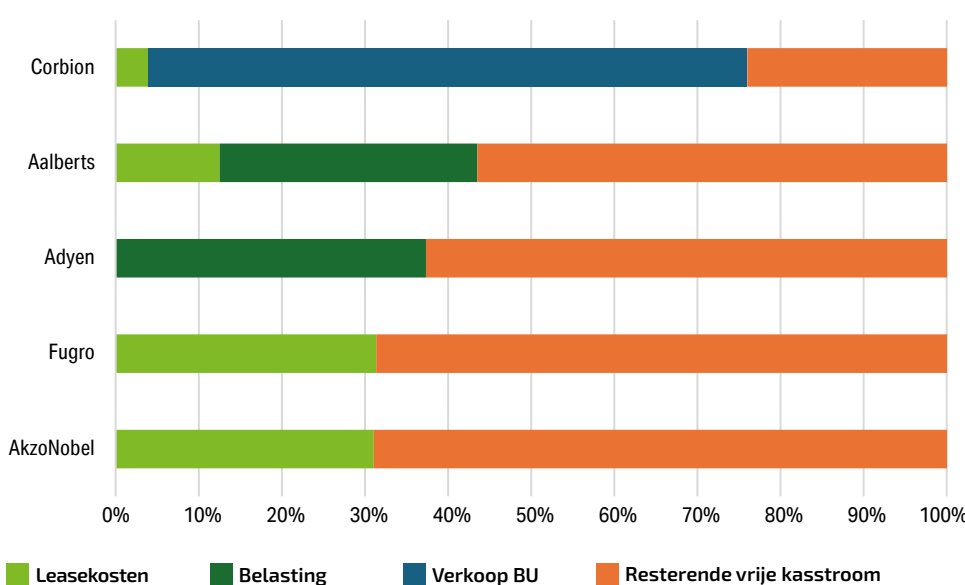
een vrije kasstroom van liefst 350 miljoen euro. Dat klinkt indrukwekkend, zeker afgezet tegen een beurswaarde van rond de 1 miljard euro. Wie puur naar dat cijfer kijkt, zou bijna denken een koopje in handen te hebben. Maar achter die gemelde vrije kasstroom schuilt een belangrijke nuance. Eentje die het beeld volledig doet kantelen. Van die 350 miljoen euro kwam liefst 252 miljoen euro uit de verkoop van een bedrijfsonderdeel. Die verkoop zorgt voor eenmalige inkomsten, maar tegelijkertijd verliest de onderneming een deel van de verdienkracht. De verkochte activiteiten leveren in de toekomst logischerwijs geen cent meer op. Corbion vermeldt dat ook in de jaarrekening.

VERDIENVERMOGEN

De boodschap is duidelijk: incidentele meevallers kunnen het beeld van de vrije kasstroom fors vertekenen. Niet alleen bij Corbion dreigt dat gevaar. Ook andere bedrijven, waaronder supermarktketen Ahold Delhaize, nemen opbrengsten van desinvesteringen mee in hun vrije kasstroomcijfer, waardoor de kasstroom optisch hoger lijkt.

Het omgekeerde komt ook voor. Staalconcern Aperam verwerkte de aankoop van Universal Stainless van 415 miljoen euro direct in de vrije kasstroom. Die kreeg daardoor een flinke knauw, terwijl het om een eenmalige investering gaat. Zo rijst de vraag hoe goed zulke cijfers het echte verdienvermogen van een onderneming nog weerspiegelen.

WELKE BEDRIJVEN GOOCHELEN HET MEEST OPZICHTIG MET DE VRIJE KASSTROOM?



Bron: Jaarverslagen 2024, analyse VEB. De grafiek toont welk deel van de vrije kasstroom opgaat aan leasekosten (lichtgroen), belastingen (donkergroen), correctie voor verkoop bedrijfsonderdelen (BU, business units, donkerblauw) en wat er uiteindelijk resteert (oranje).

#02
Geen blauwe enveloppe?
 ADYEN

Adyen geeft een heel eigen draai aan het begrip vrije kasstroom. Het fintechbedrijf