

## Bijlage 2: Uitgebreide financiële analyse PwC

### Inhoudsopgave

<b>1. Algemene samenvatting</b> .....	<b>3</b>
1.1.1.1. Werkkapitaal .....	4
1.1.1.1.1. Het werkkapitaal is in de meeste gevallen negatief .....	4
1.1.1.1.2. Maar de behoefte aan werkkapitaal begint toe te nemen .....	5
1.1.1.1.3. De onderliggende balansposities groeien sterk .....	5
1.1.1.2. Liquiditeit .....	5
1.1.1.2.1. De quick ratio oogt positief .....	5
1.1.1.2.2. De cash ratio is minder gunstig .....	5
1.1.1.3. Solvabiliteit .....	6
1.1.1.3.1. Financiële schulden zijn beperkt .....	6
1.1.1.3.2. Maar de schuldenlast wordt moeilijker te dragen .....	6
1.1.1.4. Rendabiliteit .....	6
1.1.1.4.1. De winstmarges verzwakken .....	7
1.1.1.4.2. De omzet van activa blijft stabiel .....	7
1.1.1.4.3. De vermogensmultiplicator stijgt fors .....	7
<b>2. Uitgebreide Financiële analyse van de jaarrekeningen</b> .....	<b>8</b>
2.1. Bespreking financiële ratio's .....	10
2.1.1. Financiële ratio's .....	11
2.1.2. Werkkapitaal en kasbeheer .....	12
2.1.2.1.1. Handelswerkkapitaal en diens evolutie .....	12
Handelswerkkapitaal .....	12
Evolutie van het handelswerkkapitaal t.o.v. de omzet .....	13
Evolutie van het totaal werkkapitaal t.o.v. de omzet .....	13
2.1.2.1.2. DSO, DPO en cashconversiecyclus .....	14
Dagen uitstaande verkoop of Aantal dagen klantenkrediet .....	14
Dagen uitstaande schulden of Aantal dagen leverancierskrediet .....	14
Cashconversiecyclus .....	15
2.1.3. Liquiditeit .....	16
2.1.3.1.1. Current ratio .....	16
2.1.3.1.2. Quick ratio .....	16
2.1.3.1.3. Cash ratio .....	16
2.1.4. Solvabiliteit .....	18

2.1.4.1.1. Financiële hefboomwerking .....	18
2.1.4.1.2. Evolutie eigen vermogen .....	19
2.1.4.1.3. Dekkingsgraad van de financiële schulden .....	19
2.1.4.1.4. Dekkingsgraad van de schuldenlast .....	19
2.1.5. Rendabiliteit .....	20
2.1.5.1.1. Dupont analyse .....	20
Deel 1: winstmarge voor belastingen : resultaat vóór belasting t.o.v. omzet .....	20
Deel 2: omzet t.o.v. gemiddelde activa .....	21
Deel 3: vermogensmultiplicator: gemiddelde activa t.o.v. gemiddelde eigen vermogen .....	21
2.1.5.1.2. Bijkomende winstmarge analyse .....	21
Brutowinstmarge.....	21
EBITDA-marge .....	22
2.2. Indeling Vlaamse energieleveranciers .....	23
2.3. Uitgebreide analyse en conclusies per categorie van energieleverancier.....	25
2.3.1. Werkkapitaal en kasbeheer .....	26
2.3.1.1. Samenvatting.....	26
2.3.1.2. Algemeen overzicht .....	28
2.3.1.2.1. Evolutie netto werkkapitaalpositie ten opzichte van omzet .....	28
2.3.1.2.2. Evolutie DSO en DPO.....	29
2.3.1.3. Analyse per categorie .....	30
2.3.1.3.1. Energieleveranciers met eigen productie .....	30
Electrabel nv .....	30
Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv.....	32
2.3.1.3.2. Energieleveranciers met productie in de groep .....	35
Buitenlandse spelers .....	35
Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers).....	37
2.3.1.3.3. Energieleveranciers zonder eigen productie .....	40
2.3.2. Liquiditeit.....	43
2.3.2.1. Samenvatting.....	43
2.3.2.2. Algemeen overzicht .....	44
2.3.2.2.1. Evolutie quick ratio .....	44
2.3.2.2.2. Evolutie cash ratio.....	45
2.3.2.3. Analyse per categorie .....	46
2.3.2.3.1. Energieleveranciers met eigen productie .....	46
Electrabel nv .....	46
Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv) .....	47
2.3.2.3.2. Energieleveranciers met productie in de groep .....	49
Buitenlandse spelers .....	50

Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers).....	51
2.3.2.3.3. Energieleveranciers zonder productie .....	53
2.3.3. Solvabiliteit.....	56
2.3.3.1. Samenvatting.....	56
2.3.3.2. Algemeen overzicht .....	58
2.3.3.2.1. Financiële hefboomwerking .....	58
2.3.3.2.2. Dekkingsgraad van de financiële schulden .....	58
2.3.3.3. Analyse per categorie.....	59
2.3.3.3.1. Energieleveranciers met eigen productie .....	59
Electrabel nv .....	59
Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv) .....	61
2.3.3.3.2. Energieleveranciers met eigen productie .....	63
Buitenlandse spelers .....	63
Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers).....	64
2.3.3.3.3. Energieleveranciers zonder productie .....	66
2.3.4. Rendabiliteit .....	68
2.3.4.1. Samenvatting.....	68
2.3.4.2. Analyse per categorie.....	69
2.3.4.2.1. Energieleveranciers met eigen productie .....	69
Electrabel nv .....	69
Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv) .....	70
2.3.4.2.2. Energieleveranciers met productie in de groep .....	72
Buitenlandse spelers .....	72
Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers).....	73
2.3.4.2.3. Energieleveranciers zonder productie .....	74
<b>3. Appendix .....</b>	<b>76</b>
3.1. Overzicht van de figuren .....	77
3.2. Overzicht van de benchmarks.....	79

# 1. Algemene samenvatting

PwC werd door de Vlaamse Regulator van de Elektriciteits- en Gasmarkt (“VREG”) aangeduid voor het uitvoeren van een uitgebreide financiële analyse van de jaarrekeningen over de meest recente boekjaren van alle actieve energieleveranciers in Vlaanderen, alsook van de energieleveranciers die hun activiteiten in 2021 of 2022 hebben stopgezet. De analyse gebeurt louter op basis van publiek beschikbare informatie, meer specifiek de financiële informatie beschikbaar op basis van de neergelegde jaarrekeningen. Voor Belgische bedrijven geldt een neerleggingsverplichting waardoor de info publiek beschikbaar is via de Nationale Bank van België. Voor de buitenlandse bedrijven die als energieleverancier actief zijn, is dit niet het geval. Hiervoor werd de informatie via de VREG bekomen. De aard van de brondata zorgt ook voor bepaalde beperkingen, namelijk:

- De publieke data die gebruikt werd bevat weinig detailgegevens rond de opmaak van de balansposities eveneens de componenten van de inkomsten en uitgaven. Daarboven wordt er in de energiesector gebruik gemaakt van indekking via financiële contracten (hedging). Informatie over deze contracten en de impact ervan op de balans en het jaarresultaat naar de toekomst toe worden niet aangegeven in de publiek beschikbare jaarrekeningen.
- De financiële rekeningen zijn slechts op jaarlijks niveau beschikbaar, wat minder inzicht geeft op de fluctuaties van balansposities en resultaten doorheen het jaar. Daarnaast kunnen bedrijven er ook voor zorgen dat hun jaarlijkse eindbalans beter oogt dan wat de werkelijkheid zou zijn.
- De jaarrekeningen zijn een weerspiegeling van het verleden en hebben geen tot een beperkt voorspellend karakter. Dit wordt ook bevestigd door de analyse van de drie leveranciers die recent hun activiteiten hebben stopgezet. Er zijn geen elementen ten opzichte van andere spelers die erop wezen dat deze spelers zich in moeilijkheden bevonden.
- Tot slot zijn de meest recente financiële gegevens beperkt tot het jaar 2021 en zullen de rekeningen voor het jaar 2022 pas tegen juli 2023 beschikbaar zijn voor verdere analyse. De analyse die we hier gevoerd hebben kan dus al een deel achterhaald zijn.

Verdere beperkingen worden later in het document in detail toegelicht.

Het doel van de studie was het documenteren van de financiële gezondheid van de Vlaamse elektriciteits- en gasleveranciers alsook na te gaan of bepaalde indicatoren kunnen wijzen op eventuele toekomstige financiële moeilijkheden bij bepaalde leveranciers.

Om te komen tot relevante inzichten en conclusies werden de leveranciers verder onderverdeeld in de volgende groepen:

- “Energieleveranciers met eigen productie”, hetzij energieleveranciers die zelf energie opwekken;
- “Energieleveranciers met productie in de groep”: energieleveranciers die deel uitmaken van een grotere groep waarbinnen energie wordt opgewekt;
- “Energieleveranciers zonder productie”: leveranciers die niet over eigen productiecapaciteit beschikken, geen deel uitmaken van een groep waar energie wordt opgewekt of de opgewekte energie niet afnemen van de groep waartoe ze behoren.

Doorheen het rapport wordt er binnen elke groep een aparte conclusie voorgelegd. Anders zouden er te grote onderlinge verschillen zijn of zaken die onopgemerkt blijven doordat ze opgaan in een groter geheel.

In het algemeen kunnen we uit de studie concluderen dat de economische gezondheid van de elektriciteits- en gasleveranciers in Vlaanderen over de voorbije jaren is verzwakt. We leggen hierbij de aandacht op volgende punten.

- De hogere energieprijzen in boekjaar<sup>1</sup> 2021 ten opzichte van 2020 zet druk op de brutomarge van de elektriciteits- en gasleveranciers, en laat zich trapsgewijs voelen tot op het niveau van de netto winstgevendheid.
- Ook al blijft het netto werkkapitaal als percentage van de omzet relatief stabiel, we stellen vast dat de onderliggende balansposities in absolute waarde sterk stijgen. De handelsvorderingen nemen toe als gevolg van klanten die hun facturen niet tijdig betalen. Ter compensatie zien we dat de energieleveranciers ook hun inkomende facturen uitstellen, waardoor de handelsschulden toenemen.
- We zien dus een combinatie van zwakkere operationele resultaten en toenemende operationele schulden. Op basis van de cijfers van eind 2021 zien we nog geen stijging in de financiële schulden. Daarentegen zien we wel een slechter beeld met betrekking tot solvabiliteit. Dit wordt niet zozeer gedreven door hogere financiële schuldposities, maar wel door een lager operationeel resultaat. Hierdoor kunnen de schuldenlasten moeilijker gedragen worden.

Op basis van de financiële analyse tot en met 2021 zien we nog geen alarmbellen afgaan, maar de trends die hierboven vastgesteld worden, moeten verder opgevolgd worden naar de toekomst toe.

We willen nogmaals benadrukken dat, op basis van de ratioanalyse die uitgevoerd werd, er niet had kunnen voorspeld worden dat Vlaamse Energieleverancier bv, Watz bv of Energie 2030 Agence nv hun activiteiten zouden stoppen.

We hebben ons gebaseerd op vier categorieën van ratio's:

- Het werkkapitaal, de opbouw ervan, de evolutie in de tijd en tot slot de verhouding ten opzichte van de economische activiteiten;
- De liquiditeit van de leveranciers en hun capaciteit om kortlopende schulden (operationeel en financieel) af te betalen;
- De solvabiliteit van dezelfde bedrijven en de dekkingsgraad van hun financiële schulden;
- De rendabiliteit van de Vlaamse elektriciteits- en gasleveranciers.

Samengenomen geven deze vier invalshoeken een goed inzicht in de financiële gezondheid van de geanalyseerde bedrijven.

Hieronder bespreken we de algemene bevindingen. Voor meer details rond de definities en analyse van bepaalde ratio's of bepaalde groepen leveranciers verwijzen we naar de specifieke sectie in het rapport.

#### 1.1.1.1. Werkkapitaal

Uit de analyse van het werkkapitaal kunnen we de volgende conclusies trekken.

##### 1.1.1.1.1. Het werkkapitaal is in de meeste gevallen negatief

Een onderneming kan haar werkkapitaal en kasstroom optimaliseren door zo lang mogelijk uitstel te vragen op inkomende facturen. Zo heeft het bedrijf langer cash (liquide middelen) in handen van zijn klanten vooraleer het zijn schulden moet betalen. Er wordt ook gezegd dat bedrijven die dit principe hanteren zich "voorfinancieren" bij hun leveranciers. Als gevolg van deze optimalisatie zien we dan ook handelsschulden die hoger liggen dan de handelsvorderingen, wat kan leiden tot een negatief werkkapitaal. Dit laatste wordt gezien als gunstig.

Bij de meeste elektriciteits- en gasleveranciers is het werkkapitaal negatief, dankzij handelsschulden die in het algemeen hoger liggen dan de handelsvorderingen, gepaard met een algemeen beperkte behoefte aan voorraden (energie kan niet "opgeslaan" worden). Dit betekent dat klanten van energieleveranciers typisch

---

<sup>1</sup> Een boekjaar is de periode waarover een financieel verslag loopt. Het jaarverslag en de jaarrekening wordt opgemaakt over een boekjaar. Het boekjaar beslaat over het algemeen 12 maanden, die gelijk kunnen lopen met het kalenderjaar.

sneller hun facturen betalen dan de energieleveranciers zelf op hun beurt hun leveranciers betalen. Dit is een gunstige positie voor een onderneming, want cash wordt sneller ontvangen dan dat het wordt uitgegeven. Deze situatie kunnen we vergelijken met de huizenmarkt waar je als huurder ook op voorhand een maandelijks bedrag moet betalen in plaats van één groot bedrag op het einde van het jaar.

We kunnen dus stellen dat de energieleveranciers zich grotendeels voorfinancieren bij hun leveranciers.

#### **1.1.1.1.2. Maar de behoefte aan werkkapitaal begint toe te nemen**

Ook al wordt een negatief werkkapitaal gezien als gunstig, we stellen vast dat voor een aanzienlijk aantal spelers de behoefte aan werkkapitaal stijgt. Als bewijs hiervan zien we aan de ene kant een werkkapitaal dat in het algemeen minder negatief wordt. Dit betekent minder voorfinancieringscapaciteit uit operaties. Aan de andere kant zien we dat het werkkapitaal als percentage van de omzet toeneemt. Dit betekent dat de last van het werkkapitaal sneller stijgt dan de operaties.

#### **1.1.1.1.3. De onderliggende balansposities groeien sterk**

Wanneer we de onderliggende posities van het werkkapitaal nader bekijken merken we dat zowel de handelsvorderingen als de handelsschulden sterk toenemen. Dit staat niet in verhouding tot de stijging in omzet en kosten, wat bevestigd wordt door de DSO<sup>2</sup> en DPO<sup>3</sup>. We zien een stijgende trend in de DSO, wat betekent dat klanten er in het algemeen langer over doen om hun facturen te betalen. Daarnaast zien we ook een geleidelijke stijging in de DPO. Dit is een teken dat de energieleveranciers het betalen van hun inkomende facturen zelf ook uitstellen. Dit alles zorgt voor een toename in zowel de handelsvorderingen als handelsschulden.

Het netto-effect op het werkkapitaal blijft beperkt omdat de gestegen schulden de gestegen vorderingen compenseren. Op deze manier wordt echter meer potentieel voor volatiliteit opgebouwd. We zien dat vrijwel alle elektriciteits- en gasleveranciers op deze manier hun operationele schulden opbouwen ter compensatie van klanten die niet tijdig betalen. De energieleveranciers kunnen de betaling van hun inkomende facturen niet blijven uitstellen en de opbouw van schulden kan leiden tot wanbetalingen en uiteindelijk tot faillissement.

### **1.1.1.2. Liquiditeit**

Bij de analyse inzake liquiditeit van de elektriciteits- en gasleveranciers worden twee ratio's nader bekeken: de quick ratio en de cash ratio. Deze ratio's geven aan hoe gemakkelijk een bedrijf zijn kortlopende schulden kan dekken aan de hand van bepaalde vlottende activa. Een hogere ratio is een indicatie van een betere financiële gezondheid.

#### **1.1.1.2.1. De quick ratio oogt positief**

De quick ratio schetst een positief beeld van de energieleveranciers actief in Vlaanderen. Dit is voornamelijk te danken aan een hoge balanspositie in handelsvorderingen dewelke onderdeel zijn van de quick activa. Zoals eerder opgemerkt bij de analyse van het werkkapitaal zien we dat de handelsvorderingen en de handelsschulden proportioneel groeien op de balans van de elektriciteits- en gasleveranciers, wat zorgt voor een stabiele quick ratio doorheen de tijd.

#### **1.1.1.2.2. De cash ratio is minder gunstig**

Voor het jaar 2021 maken de handelsvorderingen het merendeel uit van de vlottende activa. Hoewel dit zorgt voor een stabiele quick ratio, betekent dit ook dat de cashpositie ten opzichte van de kortlopende schulden is gedaald. Dit zorgt voor een relatief lage cash ratio van 0,1 vergeleken met een Europees gemiddelde van 0,2. Dit niveau is echter nog niet alarmerend.

---

<sup>2</sup> De DSO of "Dagen uitstaande verkoop" toont het gemiddeld aantal dagen dat een onderneming nodig heeft om de betaling van een verkoop te innen.

<sup>3</sup> De DPO of "Dagen uitstaande schulden" toont dan weer het gemiddeld aantal dagen dat een bedrijf nodig heeft om zijn leveranciers te betalen.

Een te hoge cashpositie wordt bekeken als inefficiënt, omdat deze cash niet geïnvesteerd wordt in projecten die zorgen voor groei van het bedrijf. Daarentegen moet een onderneming zorgen dat haar cashpositie voldoende is om bepaalde kortlopende schulden te kunnen dekken. In tijden van liquiditeitscrisis kunnen vlottende activa moeilijk te verkopen zijn en gaan bedrijven beroep moeten doen op hun reserves aan liquide middelen.

### 1.1.1.3. Solvabiliteit

In het algemeen merken we dat de elektriciteits- en gasleveranciers actief in Vlaanderen een beperkt niveau van financiële schulden hebben.

#### 1.1.1.3.1. Financiële schulden zijn beperkt

Wanneer we de financiële schulden vergelijken met het eigen vermogen komen we uit op een conservatief beeld, met een financiële hefboom die in het algemeen onder de 40% ligt. Dit betekent dat er voor elke euro aan eigen middelen maar 0,4 euro aan financiële schulden op de balans staan.

Aangezien een energieleverancier die niet beschikt over eigen productiecapaciteit weinig nood heeft aan vaste activa voor het ondersteunen van zijn economische activiteit, is het logisch dat zijn financiële schulden beperkt zijn. Ondernemingen doen meestal beroep op financiële schulden voor het financieren van vaste activa omdat deze ook een zekerheid geven aan de banken en andere kredietinstellingen.

#### 1.1.1.3.2. Maar de schuldenlast wordt moeilijker te dragen

Naast de vergelijking met het eigen vermogen kijken we ook hoe de financiële schulden en de verplichtingen die daaraan gelinkt zijn (interestlasten en terugbetaling van het kapitaal) zich verhouden ten opzichte van het operationeel resultaat van de elektriciteits- en gasleveranciers. De ratio's die hier meer inzicht in geven zijn (i) de dekkingsgraad van de financiële schulden en (ii) de dekkingsgraad van de schuldenlast. Beiden maken gebruik van EBITDA<sup>4</sup> als een benadering voor de operationele kasstroom die kan benut worden voor het aflossen van financiële schulden.

Bij de elektriciteits- en gasleveranciers actief in Vlaanderen zien we dat de financiële schulden tussen 2020 en 2021 van 108% naar 398% van de EBITDA zijn doorgestegen. De energieleveranciers hebben met andere woorden ongeveer vier jaar nodig om hun financiële schulden terug te betalen. Ondanks de sterke stijging is dit nog altijd een aanvaardbaar niveau.

Naast de totale financiële schulden keken we ook naar de schuldenlast (of de jaarlijkse schuldaflossing en interestlasten) en in welke mate de EBITDA deze kan dekken. In 2020 kon de EBITDA 6,8 keer de schuldenlast dekken, terwijl dit nog maar 1 keer is in 2021.

Beide ratio's wijzen erop dat het operationeel resultaat onvoldoende begint te worden om de financiële schulden te dragen. Dit ligt niet aan een stijging van de financiële schulden, maar wel aan een verzwakking van het operationeel resultaat.

### 1.1.1.4. Rendabiliteit

Een laatste element dat we bekijken is het rendement op eigen vermogen. Deze rendabiliteitsanalyse wordt opgesplitst volgens de Dupont analyse. We delen het rendement op eigen vermogen op in drie componenten:

- De winstmarge voor belastingen
- De omzet van activa
- De vermogensmultiplicator of de verhouding tussen activa en eigen vermogen

---

<sup>4</sup> Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation ofwel winst vóór aftrek van rentekosten, belastingen, afschrijvingen en waardeverminderingen.

Deze componenten geven ons dieper inzicht in de winstgevendheid van de onderneming, alsook haar hefboomstructuur (operationeel<sup>5</sup> en financieel). Naast de winstmarge voor belastingen bekijken we ook nog enkele andere winstmarges, namelijk de bruto- en EBTIDA-marge.

#### **1.1.1.4.1. De winstmarges verzwakken**

We stellen vast dat de winstmarges dalen voor het merendeel van de elektriciteits- en gasleveranciers in Vlaanderen. Niet enkel de brutomarge daalt in 2021, maar ook de EBITDA-marge en bijgevolg dus ook de winstmarge voor belastingen. Dit is opnieuw een indicatie dat hogere energieprijzen druk zetten op de winstgevendheid van de ondernemingen.

Dit beeld sluit ook aan bij de eerder vastgestelde verslechtering van de schulddekkingsgraad. De financiële schulden zijn niet gestegen, maar de operationele inkomsten zijn gedaald als gevolg van zwakkere winstmarges.

#### **1.1.1.4.2. De omzet van activa blijft stabiel**

Wat betreft de omzet die gegeneerd wordt op basis van de activa zagen we in het algemeen een stabiel beeld. Dit betekent dat de omzet en de activa proportioneel met elkaar evolueren, wat we kunnen verklaren door het hoge aandeel aan handelsvorderingen als onderdeel van de activa.

#### **1.1.1.4.3. De vermogensmultiplicator stijgt fors**

We stellen vast dat de vermogensmultiplicator of de verhouding tussen activa en eigen vermogen voor de meeste energieleveranciers (exclusief Electrabel nv en de buitenlandse spelers) hard gestegen is tussen 2020 en 2021. Zo zijn de activa gelijk aan 283% van het eigen vermogen in 2020 vergeleken met 470% in 2021.

Deze stijging in de vermogensmultiplicator ligt niet aan toenemende financiële schulden, maar aan een groei in handelsvorderingen. We zien dus eerder een toename in operationele hefboom dan in financiële hefboom. Een hogere hefboom maakt een bedrijf gevoeliger voor schokken in de economie, omdat dat bedrijf meer schulden heeft ten opzichte van de eigen middelen. Wanneer de inkomsten dalen door een economische schok kan dit leiden tot wanbetalingen op de schulden als gevolg van te lage operationele inkomsten en eigen middelen.

---

<sup>5</sup> Met operationele hefboom bedoelen we hier voornamelijk een toename aan handelsschulden. Deze vloeien voort uit de economische activiteit en kunnen dienen als bron van voorfinanciering, alsook kunnen ze ingezet worden als drijfveer voor de groei van het bedrijf.



## 2. Uitgebreide Financiële analyse van de jaarrekeningen

De hoofdpdracht van het project bestaat uit een uitgebreide financiële analyse van de jaarrekeningen over de meest recente boekjaren van alle actieve energieleveranciers in Vlaanderen, alsook van deze die hun activiteiten in 2021 of 2022 hebben stopgezet. De analyse gebeurt louter op basis van publiek beschikbare informatie.

Volgende elementen werden beschouwd als publiek beschikbare informatie:

- Neergelegde jaarrekeningen bij de Nationale Bank van België (<https://consult.cbso.nbb.be/>);
- Verdere onderbouw van de omzet voor bepaalde energieleveranciers die publiceren aan de hand van een verkort model van de jaarrekening;
- Geconsolideerde financiële rapportering voor de buitenlandse leveranciers die bij de VREG een leveringsvergunning hebben.

Een analyse op basis van publiek beschikbare data brengt echter bepaalde tekortkomingen met zich mee:

- De neergelegde jaarrekeningen vormen een momentopname, waarbij momenten met elkaar vergeleken worden. Ze geven echter geen inzicht in de evoluties doorheen het jaar. Ook is het moeilijk om conclusies te trekken op basis van eindejaarsbalansen, gezien er vaak aan 'window dressing' wordt gedaan om balansposities positiever voor te stellen.
- De jaarrekening geeft een inzicht in de historische financiële cijfers. Een jaarrekening bevat echter geen prognoses voor de toekomst. Ondanks trendanalyses op basis van financiële jaarrekeningen van voorbije jaren, zijn de waargenomen trends niet altijd een indicatie voor de toekomst. Het voorspellend karakter van de jaarrekening is dus heel beperkt en laat niet toe in te schatten of een energieleverancier al dan niet in moeilijkheden zal komen in de toekomst.
- In België is men verplicht om jaarlijks de financiële cijfers te publiceren en neer te leggen. Wanneer het jaar op 31/12/20xx wordt afgesloten, heeft men echter nog 6 maanden de tijd voor het houden van de Algemene Vergadering ter goedkeuring van die cijfers. Pas nadat deze heeft plaatsgevonden, worden ze gepubliceerd. Dit betekent ook dat de cijfers die nu beschikbaar zijn, deze van 31/12/2021 zijn, waardoor de conclusies die nu getrokken worden op basis van deze cijfers, nog geen data bevatten over de energiecrisis die zich de laatste maanden heeft afgespeeld.
- Wanneer bedrijven hun financiële rekeningen publiceren in België kunnen ze dat volgens drie modellen doen: Volschema, Verkortschema of Microschema<sup>6</sup>. Zoals de naam impliceert, zijn er bij een Verkort- of Microschema minder detailgegevens beschikbaar, onder andere wordt de omzet<sup>7</sup> als een optionele invoer gezien, alsook een aantal rekeningen. Dit zorgt ervoor dat, voor de jaren waar een bedrijf een Verkort- of een Microschema hanteert, bepaalde ratio's minder accuraat (of helemaal niet) kunnen worden berekend. Hier moeten we dus rekening mee houden wanneer we bedrijven onderling (of zelfs doorheen de tijd) vergelijken.
- Een additionele complexiteit in de vergelijking van de cijfers wordt gecreëerd door een verschil in rapportering. Voor de Belgische spelers gaat het om de enkelvoudige jaarrekening (al dan niet met extra activiteiten naast het leveren van energie). Voor de buitenlandse spelers gaat het vaak om een geconsolideerde versie. Deze spelers opereren op een veel grotere schaal dan de Belgische entiteiten

<sup>6</sup> <https://www.nbb.be/nl/balanscentrale/opmaken/modellen/modellen-vennootschappen>

<sup>7</sup> Voor bepaalde bedrijven ontvingen we omzetgegevens voor de twee meest recente jaren via de VREG.

en zijn vaak ook beter verticaal geïntegreerd. Daarbij kunnen de boekhoudnormen verschillen tussen Belgische rapportering en internationale rapportering.

- Een ander nadeel van het werken met publiek beschikbare data is dat er weinig details bekend zijn over de opmaak van de financiële rekeningen. Zo krijgen we bijvoorbeeld geen inzicht in de omzet per klant, in de verdeling van het type inkomsten, in het aantal vaste of variabele contracten en dergelijke meer.
- Wat betreft de winst (of het verlies) van de elektriciteits- en gasleveranciers verwachten we een groot aandeel dat afkomstig is uit “hedging” posities. In het algemeen gaan spelers in de sector van de energieproductie en -distributie gebruik maken van financiële contracten om zich in te dekken tegen de fluctuaties in de prijs van de energie. Een energieproducent kan zich bijvoorbeeld indekken tegen een dalende energieprijs, wat ervoor zorgt dat: (i) als de prijs stijgt hij blijft verdienen omdat hij zijn energie duurder kan doorverkopen, (ii) als de prijs daalt heeft hij zich ingedekt en kan hij ook blijven verdienen. De gegevens rond openstaande “hedging” posities zijn echter niet openlijk beschikbaar en we kunnen deze niet gebruiken in onze analyse.

## 2.1. Bespreking financiële ratio's

Het uitvoeren van de uitgebreide financiële analyse gebeurt aan de hand van financiële ratio's. Hierbij wordt de evolutie van de financiële ratio doorheen de tijd bekeken, maar wordt ook een vergelijkende analyse gedaan om het niveau tussen de verschillende energieleveranciers onderling te bekijken. Aan de hand daarvan wordt nagegaan of er eventueel alarmerende zaken zijn, dan wel zaken die kunnen aangeven dat bepaalde spelers mogelijk financieel in de problemen zouden kunnen geraken.

Er werd gekeken naar verschillende ratio's die in verschillende categorieën kunnen worden onderverdeeld:

1. Werkkapitaal en kasbeheer
2. Liquiditeit
3. Solvabiliteit
4. Rendabiliteit

De berekende ratio's worden eerst theoretisch toegelicht, zodat de lezer een begrip heeft van elke ratio. Nadien worden de conclusies per ratio toegelicht en dit per categorie van energieleverancier. Voor een inzicht in de gedefinieerde categorieën van energieleveranciers, verwijzen we naar sectie 2.2 van dit rapport.

Het is belangrijk om te noteren dat voor de ratio's waar we een positie uit de balans vergelijken met een positie uit de resultatenrekening, we telkens het gemiddelde van de start- en eindpositie van de balans zullen gebruiken. We verkiezen deze manier van werken, want de resultatenrekening toont inkomsten en kosten over een periode van 12 maanden, terwijl de balans een meting toont op één enkel punt in de tijd. De gemiddelde balanspositie is dus een betere representatie van de realiteit doorheen het jaar. Daarboven gaat deze methodologie ervoor zorgen dat we schokken in balansposities gaan dempen. Zo zal de analyse bijvoorbeeld in het ene geval het 'netto werkkapitaal' bekijken en in het andere geval het 'gemiddelde netto werkkapitaal'.

### 2.1.1. Financiële ratio's

Ratioanalyse is een kwantitatieve methode waarmee inzicht verkregen wordt in de financiële gezondheid van een bedrijf. De jaarrekening vormt hierbij de belangrijkste bron van informatie. Zoals reeds toegelicht in de introductie, is voorzichtigheid echter geboden. De jaarrekening vormt namelijk slechts een momentopname waar bedrijfsleiders hun ambities maar al te graag in weerspiegeld zien. Daarnaast bestaan er verschillende versies van de jaarrekening. Naargelang de grootte van een onderneming, kan men namelijk een micro-, verkort- of volledig model neerleggen. Het feit of men al dan niet kapitaal bezit, wordt eveneens in rekening genomen. Dit aspect zorgde voor een extra uitdaging bij het gelijkschakelen van de verschillende datavormen en trekken van bijhorende conclusies.

Prestaties worden zowel individueel doorheen de tijd als ter onderlinge vergelijking binnen eenzelfde sector beoordeeld. Op basis van trends trachten we uitschieters en rode vlaggen te achterhalen. Dit gebeurt vanuit verschillende invalshoeken, al zijn ze allemaal nauw met elkaar verbonden, onder de vorm van volgende categorieën: operationele efficiëntie, liquiditeit, solvabiliteit en rendabiliteit. In deze sectie wordt elk van hen verder opgesplitst en uitgebreid besproken.

Naast het berekenen van de financiële ratio's, is het natuurlijk ook interessant om een idee te hebben van de respectievelijke gangbare waarden. Daarom wordt waar mogelijk voor de besproken ratio's ook een benchmarkanalyse voorzien. We tonen hierbij een vergelijking met de geldende West-Europese energiesector, aangezien dit het meest representatief is voor deze oefening.

De West-Europese cijfers werden bekomen aan de hand van Capital IQ, een marktinformatieplatform ontworpen door Standard & Poor's. We zochten naar zowel publieke als private ondernemingen wiens hoofdactiviteit uit energiedistributie bestaat en die actief zijn in België, Nederland, Luxemburg, Zwitserland, Duitsland, Frankrijk, Italië of Spanje. Zo'n 970 bedrijven bleken aan deze voorwaarden te voldoen. Vervolgens werd voor elke financiële ratio een mediaan en een gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet berekend op geaggregeerd niveau.

De mediaan is de middelste waarde van een groep getallen die gerangschikt staan volgens grootte. Het is het getal dat exact in het midden ligt zodanig dat de ene helft van de gerangschikte getallen boven de mediaan ligt en de andere helft eronder. Aangezien extreme waarden op die manier niet al te veel doorwegen in het resultaat, kunnen we stellen dat deze een goede representatie is van de doorsnee energieleverancier. Het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet wordt gebruikt om grotere energieleveranciers mee in de vergelijking op te nemen. Aangezien hun aandeel zwaarder doorweegt in het resultaat, vormt het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet dan weer een goede representatie van de markt.

Bemerk dat voor sommige ratio's ook de vergelijking kan gemaakt worden met andere sectoren of meer algemeen geldende principes. Hierbij denken we bijvoorbeeld aan de liquiditeitsratio's die over sectoren heen vaak heel gelijklopend zijn. Dit is echter niet het geval voor alle ratio's die besproken worden. Winstmarges zijn bijvoorbeeld specifiek per sector.

Na uitvoering van alle vermelde toetsingen en analyses, zijnde zowel de theoretisch gangbare waarden als de West-Europese mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet, bekomen we een zo volledig mogelijk beeld van de financiële gezondheid van de verschillende energieleveranciers.

Voor een samenvattend overzicht van alle gebruikte benchmarks verwijzen we naar sectie 3.2.

## 2.1.2. Werkkapitaal en kasbeheer

Operationele efficiëntieverhoudingen evalueren de doeltreffendheid waarmee een onderneming haar activa en passiva inzet voor het genereren van omzet enerzijds en het maximaliseren van winst anderzijds. Verbeterde efficiëntieratio's vertalen zich meestal in een aantrekkelijker rendabiliteit. De twee concepten zijn dan ook nauw met elkaar verbonden.

We behandelen twee onderdelen, namelijk kostenefficiëntie en efficiëntie ten aanzien van het kasbeheer.

### 2.1.2.1.1. Handelswerkkapitaal en diens evolutie

#### Handelswerkkapitaal

Het handelswerkkapitaal omvat de balansposten die rechtstreeks verband houden met de dagdagelijkse bedrijfsvoering, zijnde voorraden, handelsvorderingen en handelsschulden. Meer bepaald wordt het concept als volgt gedefinieerd:

$$\text{Handelswerkkapitaal} = \text{Voorraden} + \text{Handelsvorderingen} - \text{Handelsschulden}$$

Handelsvorderingen zijn vorderingen ten opzichte van klanten als gevolg van het verkopen op factuur of op krediet. Consumenten betalen vaak direct of contant in tegenstelling tot ondernemingen die vaak betaaltermijnen van 30 tot 60 dagen hanteren. Wanneer de verkoop heeft plaatsgevonden, wordt de factuur geboekt als een handelsvordering in afwachting van de betaling. Bij het ontvangen van de betaling wordt de handelsvordering omgezet naar liquide middelen.

Handelsschulden zijn schulden van een energieleverancier ten opzichte van zijn eigen leveranciers. Ook hier worden betaaltermijnen toegestaan en wordt de schuld erkend zodra de factuur binnenkomt. De handelsschuld wordt afgeboekt bij het betalen van de factuur waarbij de liquide middelen zullen dalen.

Voorraden en handelsvorderingen zijn dus activa die in de toekomst zullen omgezet worden in liquide middelen. Daartegenover staan dan handelsschulden. Dit zijn toekomstige verplichtingen waarvoor liquide middelen nodig zullen zijn. Een positief werkkapitaal wil zeggen dat de voorraden en handelsvorderingen groter zijn dan de handelsschulden. Vanuit een kasperspectief geredeneerd wil dit zeggen dat de liquide middelen vastzitten in de activa (namelijk voorraad en handelsvorderingen) van de onderneming. Een negatief werkkapitaal wil dan weer zeggen dat de handelsschulden groter zijn dan de voorraad en handelsvorderingen. Dit komt neer op een situatie waarbij handelsschulden gebruikt worden als financieringsbron en er meer liquide middelen beschikbaar zijn om de operaties te ondersteunen.

Een negatief werkkapitaal is wenselijk, maar is echter niet altijd mogelijk, zeker wanneer we naar bedrijven met hoge voorraden kijken. Een supermarkt heeft bijvoorbeeld in normale omstandigheden een negatief werkkapitaal. De voorraad in de winkel is hoog, maar is volledig op krediet gekocht (hoge handelsschulden) en verlaat de winkel sneller dan de betaaltermijn ten opzichte van de leverancier. Daarbovenop betalen de consumenten contant, waardoor er zo goed als geen handelsvorderingen zijn. Bijgevolg hebben supermarkten een negatief werkkapitaal en gebruiken zij hun leveranciers als financieringsbron.

Specifiek voor de energieleveranciers is de situatie van het handelswerkkapitaal als volgt:

Energieleveranciers hebben een beperkte tot geen voorraad. De handelsvorderingen zijn hoog, maar worden beperkt door het aanrekenen van maandelijkse voorschotten aan de consumenten. Ten opzichte van hun leveranciers zijn betaaltermijnen geldig. Voor spelers die puur actief zijn als energieleverancier resulteert dit in een negatief werkkapitaal en dus een soort bron van financiering voor de toekomstige periode.

Om dit alles wat meer tastbaar te maken, werken we in volgend voorbeeld twee scenario's uit.

## Werkkapitaal voorbeeld

Scenario 1				Scenario 2			
Data in €	T = 0	T = 1	T = 2	Data in €	T = 0	T = 1	T = 2
Cash	-	200	100	Cash	-	100	-
Handelsvorderingen	-	-	-	Handelsvorderingen	-	100	100
Voorraden	200	-	-	Voorraden	200	-	-
<b>Totaal van de activa</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>100</b>	<b>Totaal van de activa</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>100</b>
Handelsschulden	100	100	-	Handelsschulden	100	100	-
<b>Schulden</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	-	<b>Schulden</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	-
Eigen vermogen	100	100	100	Eigen vermogen	100	100	100
<b>Totaal van de passiva</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>100</b>	<b>Totaal van de passiva</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>100</b>

Figuur 1. Voorbeeld werkkapitaal

Beide scenario's starten met een voorraad ter waarde van €200, handelsschulden ter waarde van €100 en een eigen vermogen ter waarde van €100. Telkens geraakt die voorraad volledig uitverkocht. Elk scenario bekijkt een mogelijk toekomstverloop.

In het eerste scenario wordt de volledige voorraad verkocht en betalen klanten contant. Hierdoor stijgt de cash na één periode, en daalt de voorraad in gelijke mate. Er is geen sprake van handelsvorderingen. Het eigen vermogen en de handelsschulden blijven hun niveaus behouden. De situatie reflecteert een negatief handelswerkkapitaal door een gebrek aan handelsvorderingen en de aanwezigheid van handelsschulden. De verkregen liquide middelen worden gebruikt om de handelsschulden af te betalen en het overschot kan opnieuw geïnvesteerd worden. Daarnaast hebben de handelsschulden ervoor gezorgd dat we aan voorfinanciering kunnen doen.

In het tweede scenario betalen niet alle klanten contant. De voorraad wordt deels omgezet in liquide middelen en deels in handelsvorderingen. Het eigen vermogen en de handelsschulden blijven dan hun oorspronkelijke niveaus behouden. In de daaropvolgende periode, moeten de openstaande handelsschulden worden betaald. Hierdoor zien we zowel de cash als handelsschulden met €100 zakken. Deze situatie reflecteert een positief handelswerkkapitaal door een gebrek aan handelsschulden en de aanwezigheid van handelsvorderingen. Doordat de handelsschulden al betaald zijn en €100 aan cash vastzit in handelsvorderingen, kan men weinig tot geen nieuwe investeringen doen.

### Evolutie van het handelswerkkapitaal t.o.v. de omzet

Allereerst wordt de evolutie van het handelswerkkapitaal vergeleken met de gegeneerde omzet over de jaren heen. Hiermee kunnen we analyseren hoe efficiënt de leverancier met zijn kasstromen omgaat. Een positief handelswerkkapitaal dat bijvoorbeeld significant sneller groeit dan de gegeneerde omzet betekent dat klanten hun betalingen moeilijker nakomen. Een opeenstapeling van handelsvorderingen wordt vanuit cashflowperspectief als iets negatief beschouwd.

### Evolutie van het totaal werkkapitaal t.o.v. de omzet

Naast voorraden, handelsvorderingen en handelsschulden, zijn er echter nog heel wat andere vlottende activa en kortlopende schulden die een impact kunnen hebben op de cashflow van een onderneming. Daarom kijken we ook naar de evolutie van het totaal werkkapitaal ten opzichte van de gegeneerde omzet. Het totaal werkkapitaal wordt als volgt gedefinieerd:

$$\text{Totaal werkkapitaal} = \text{Vlottende activa} - \text{Vlottende passiva}$$

Liquide middelen zijn niet inbegrepen in het totaal werkkapitaal gezien deze niet bijdragen tot de productiviteit van een onderneming.

Voor de benchmarking vinden we als mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector de respectievelijke waarden -0,4% en 1,2%. Gezien de sterke

sectorafhankelijkheid, is een theoretisch gangbare waarde hier minder relevant. We verwijzen hiervoor terug naar het West-Europees gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet.

#### **2.1.2.1.2. DSO, DPO en cashconversiecyclus**

##### **Dagen uitstaande verkoop of Aantal dagen klantenkrediet**

“Dagen uitstaande verkoop” toont het gemiddeld aantal dagen dat een onderneming nodig heeft om de betaling van een verkoop te innen. Een hoge waarde wijst op vertragingen bij het ontvangen van betalingen wat mogelijks cashflowproblemen kan veroorzaken. Een lage waarde impliceert dat een bedrijf haar betalingen wel snel krijgt. Dit is uiteraard de meest wenselijke situatie gezien de gelden op die manier spoedig terug geïnvesteerd kunnen worden.

Wanneer je bijvoorbeeld boodschappen doet in een supermarkt, reken je meteen af aan de kassa. De winkel heeft met andere woorden een “dagen uitstaande verkoop” van 0. Dit is een comfortabele en begeerde situatie waar energieleveranciers zich jammer genoeg niet in bevinden omdat zij met verkoop op factuur werken en niet onmiddellijk betaald worden.

De trends van deze ratio doorheen de tijd helpen bij het opsporen van klanten die niet langer kredietwaardig zijn. Concreet wordt het concept als volgt berekend:

$$\frac{\text{Gemiddelde handelsvorderingen}}{\text{Omzet}} \times 365$$

Als benchmark vinden we de theoretisch gangbare waarde van 60 dagen. De mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector hebben momenteel de respectievelijke waarden 40 en 45. In dit rapport verwijzen we naar deze ratio als DSO, gebaseerd op de Engelse term “Days Sales Outstanding”.

##### **Dagen uitstaande schulden of Aantal dagen leverancierskrediet**

“Dagen uitstaande schulden” toont dan weer het gemiddeld aantal dagen dat een bedrijf nodig heeft om zijn leveranciers of schuldeisers te betalen. Een onderneming die hier hoog op scoort, doet er dus gemiddeld langer over om haar rekeningen af te lossen. Aan de ene kant kan men dit als iets positief ervaren aangezien uitstel van betaling voor meer liquide middelen zorgt. Dit maakt investeringen in de nabije toekomst mogelijk en een verhoging van het werkkapitaal en vrije kasstroom – de gelden die een onderneming overhoudt na betaling van diens operationele kosten, investeringen en kapitaaluitgaven. Aan de andere kant kan een hoge ratiowaarde als rode vlag aanzien worden omwille van mogelijke kastekorten enerzijds en het onvermogen om rekeningen op tijd te betalen anderzijds.

Supermarkten krijgen van hun leveranciers doorgaans een redelijke termijn om hun rekeningen te betalen wat zich vertaalt in een “dagen uitstaande schulden” van ongeveer 60 dagen. De leverancier geeft als het ware een krediet aan de supermarkt. Gecombineerd met een “dagen uitstaande verkoop” gelijk aan 0, kan deze laatste zichzelf voorfinancieren. Supermarkten hebben dus sterk negatieve handelswerkkapitaalbalansen. Energieleveranciers beschikken daarentegen eerder over een licht negatieve handelswerkkapitaalbalans. Supermarkten hebben het op dit vlak dus makkelijker dan energieleveranciers.

Concreet wordt het concept als volgt bekomen:

$$\frac{\text{Gemiddelde handelschulden}}{\text{Kosten van verkochte goederen}} \times 365$$

Een theoretisch gangbare waarde ligt tussen de 60 en 90 dagen. De mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector hebben de respectievelijke waarden 31 en 55. In dit rapport verwijzen we naar deze ratio als DPO, gebaseerd op de Engelse term “Days Payables Outstanding”.

## Cashconversiecyclus

De cashconversiecyclus (CCC) geeft aan hoeveel tijd een bedrijf nodig heeft om aangekochte en geproduceerde goederen om te zetten in cash. Het is de periode tussen de aankoop van de goederen en de betaling van de factuur door de klant. Dit houdt rekening met de benodigde tijd om de voorraad te verkopen, vorderingen te innen en rekeningen te betalen. De CCC geeft weer hoe lang elke netto ingebrachte euro vastzit in het productie- en verkoopproces voordat de onderneming de euro terug ontvangt. Terwijl een dalende of gelijkblijvende trend van CCC-waarden een goed teken is, zouden stijgende waarden verder onderzocht moeten worden. Hoe langer de cashconversiecyclus - de omzetting van uitgaande betalingen in inkomsten - duurt, hoe meer kapitaal er vastzit. Dat kapitaal kan dan niet meer gebruikt worden voor andere doeleinden.

Concreet wordt de cashconversiecyclus als volgt berekend:

$$\text{Cashconversiecyclus} = DIO + DSO - DPO$$

Voor de betekenis van DSO en DPO verwijzen we naar voorafgaande paragrafen. DIO ("Days of Inventory Outstanding" of "dagen uitstaande voorraad") toont het gemiddelde aantal dagen dat een bedrijf nodig heeft om de voorraad, met inbegrip van goederen in bewerking, om te zetten in verkoop. Concreet wordt het concept als volgt bekomen:

$$\frac{\text{Gemiddelde voorraden}}{\text{Kosten van verkochte goederen}} \times 365$$

De analyse van deze ratio's voor de energiemarkt in Vlaanderen vindt u vanaf pagina 26 in het rapport.



### 2.1.3. Liquiditeit

Liquiditeit geeft aan of een bedrijf al dan niet in staat is haar uitstaande kortlopende schulden terug te betalen. Wanneer dit het geval is, noemt men het bedrijf liquide. Bevindt het zich echter in een minder gunstig scenario, dan spreekt men van een illiquide onderneming. De belangrijkste reden om de liquiditeit van een bedrijf na te gaan, is om te achterhalen of deze al dan niet over voldoende middelen beschikt om aan al haar kortlopende betalingsverplichtingen te voldoen. De volgende financiële ratio's onderzoeken dit op een verschillend niveau van detail.

#### 2.1.3.1.1. Current ratio

De current ratio bestudeert de liquiditeit van een onderneming in de meest brede zin van het woord door al haar vlottende activa in beschouwing te nemen. De financiële ratio veronderstelt namelijk dat die activa relatief snel omgezet kunnen worden in cash om de kortlopende schulden terug te kunnen betalen. In tegenstelling tot wat de naam doet vermoeden, is dit echter niet altijd even makkelijk te realiseren. Daarom werd besloten om hoofdzakelijk te focussen op de quick en cash ratio voor de verdere analyse. De current ratio werd ter volledigheid van de bespreking alsnog toegevoegd aan dit document. Mathematisch wordt ze als volgt uitgewerkt:

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Vlottende activa}}{\text{Kortlopende schulden}}$$

Als benchmark vinden we de theoretisch gangbare waarde 1. De mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector krijgen dan weer de respectievelijke waarden 1,1 en 1,2.

#### 2.1.3.1.2. Quick ratio

In tegenstelling tot wat men gewoonlijk aanneemt, is het niet altijd even makkelijk om vlottende activa snel in cash om te zetten. Dit is typisch het geval bij voorraden en vooruitbetaalde kosten. Zonder aanzienlijke kortingen, verloopt de liquidatie ervan slechts moeizaam. Ze kunnen dan ook niet ingeschakeld worden om wanbetalingen op korte termijn te helpen voorkomen. Wanneer we ze in mindering brengen van het totaal vlottend actief, bekomen we de zogenaamde “quick” assets of activa. Na deling door kortlopende schulden, wordt de quick ratio uiteindelijk bekomen. Deze ratio geeft een meer conservatieve benadering voor de liquiditeit van een onderneming dan hogergenoemde current ratio.

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Totaal vlottende activa} - \text{Vorraden} - \text{Vooruitbetaalde kosten}}{\text{Kortlopende schulden}}$$

Als benchmark vinden we de theoretisch gangbare waarde 1. De mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector hebben beide een waarde van 0,5.

#### 2.1.3.1.3. Cash ratio

De cash ratio vormt uiteindelijk de meest strenge maatstaf voor liquiditeit. Vanwege het typische tekort eraan in liquiditeitscrisissen, wordt wel al eens gezegd “Cash is king”. In deze context wordt verondersteld dat zelfs handelsvorderingen en andere soortgelijke rekeningen maar moeilijk te innen zijn. Daarom maakt deze financiële ratio uitsluitend gebruik van de meest liquide vlottende activa die een onderneming bezit, zijnde cash en andere liquide middelen. De breuk ziet er dan als volgt uit:

$$\text{Cash ratio} = \frac{\text{Cash en andere liquide middelen}}{\text{Kortlopende schulden}}$$

Als benchmark vinden we de theoretisch gangbare waarde 1. De mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector krijgen de respectievelijke waarden 0,1 en 0,2. Wij zijn van mening dat de genoemde theoretisch gangbare waarde een te defensief beleid nastreeft. Daarom verkiezen we om uitsluitend verder te werken met de West-Europese benchmarks.

De analyse van deze ratio's voor de energiemarkt in Vlaanderen vindt u vanaf pagina 43 in het rapport.

## 2.1.4. Solvabiliteit

Solvabiliteit is het vermogen van een bedrijf om haar schulden terug te betalen en financiële verplichtingen op langere termijn na te komen. Het is een belangrijke maatstaf voor de financiële gezondheid van een onderneming gezien het aantoont of de onderneming al dan niet in staat is haar toekomstige activiteiten te beheren. Bij solvabiliteitsanalyse is het doorgaans verstandig ook rekening te houden met de eerder besproken liquiditeitsratio's. Een bedrijf kan namelijk een stabiel liquiditeitsniveau genereren en tegelijkertijd insolvent zijn. Om zicht te krijgen op de solvabiliteit worden volgende financiële ratio's bekeken.

### 2.1.4.1.1. Financiële hefboomwerking

De financiële hefboomwerking kijkt naar de verhouding tussen de financiële schulden en het eigen vermogen:

$$\frac{\text{Financiële schulden}}{\text{Eigen vermogen}}$$

Een onderneming dient regelmatig gebruik te maken van externe financiering via banken om de grootste investeringen in activa mogelijk te maken. De financiële hefboom bekijkt dan hoe de financiële schulden zich in grootte verhouden ten opzichte van het eigen vermogen. Hierbij staat een hoge waarde gelijk aan een hoge schuldfinancieringsafhankelijkheid; terwijl een lage waarde op een hoge financiering met eigen vermogen doelt. Beiden hebben hun voor- en nadelen.

Een te hoge schuldfinanciering wordt geassocieerd met een agressiever beleid waar mogelijks risico's aan verbonden zijn. Aan schulden zijn namelijk interestlasten en kapitaal terugbetalingen verbonden. De onderneming moet dus voldoende middelen genereren om deze verplichting te kunnen naleven.

Een lage schuldfinanciering wijst eerder op een defensiever beleid dat de mogelijke voordelen onvoldoende benut. De middelen van externe financiers kunnen immers goedkoper ter beschikking gesteld worden dan het rendement dat een aandeelhouder verwacht op zijn inbreng van eigen middelen.

Het is belangrijk om een juiste balans tussen de twee financieringsvormen op te zoeken. De financiële hefboom zorgt ervoor dat het rendement versterkt of verzwakt wordt afhankelijk van het niveau van de financiële hefboom. We lichten dit toe aan de hand van een concreet voorbeeld.

#### Hefboomwerking voorbeeld

Data in €	Eigen inbreng	Schulden	Totale investering	Operationeel resultaat	Interest (@ 5%)	Belastingen (@25%)	Netto resultaat	REV*
Scenario 1	1,000	-	1,000	100	-	(25)	75	8%
Scenario 2	900	100	1,000	100	(5)	(24)	71	8%
Scenario 3	800	200	1,000	100	(10)	(23)	68	8%
Scenario 4	700	300	1,000	100	(15)	(21)	64	9%
Scenario 5	600	400	1,000	100	(20)	(20)	60	10%
Scenario 6	500	500	1,000	100	(25)	(19)	56	11%
Scenario 7	400	600	1,000	100	(30)	(18)	53	13%
Scenario 8	300	700	1,000	100	(35)	(16)	49	16%
Scenario 9	200	800	1,000	100	(40)	(15)	45	23%
Scenario 10	100	900	1,000	100	(45)	(14)	41	41%

\*Rendement op eigen vermogen

Bij dit voorbeeld gaan we ervan uit dat een totale investering van €1.000 nodig is om een bedrijf op te starten. Dit bedrijf zal een operationele winst maken van €100 voor het jaar. Als de €1.000 volledig uit eigen inbreng komt, dan zal het bedrijf een nettowinst van €75 maken op het jaar. Dit vertaalt zich in een rendement op eigen vermogen van 7,5% voor de investeerder.

Wanneer er schulden gebruikt worden als financieringsbron, moet men minder eigen vermogen voorzien. De financiële schulden zorgen voor een additionele kost gelinkt aan interestbetalingen, maar deze interestkost kan gebruikt worden om de belastingen te verlagen. Zoals we kunnen zien in de uiterst rechtse kolom, stijgt het rendement op eigen vermogen wanneer de financiële schulden stijgen. Dit is de hefboomwerking in actie.

Als benchmark nemen we de mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector: respectievelijk 28% en 245%. Gezien de sterke sectorafhankelijkheid, is het minder relevant hier een theoretisch gangbare waarde aan te koppelen. Opnieuw verwijzen we hiervoor naar het West-Europees gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet.

#### **2.1.4.1.2. Evolutie eigen vermogen**

Het is ook interessant om eens een kijkje te nemen naar de evolutie die het eigen vermogen van de energieleveranciers doorheen de jaren meemaakt. Een consequente verlaging ervan dient bijvoorbeeld als rode vlag geïnterpreteerd te worden. Aangezien deze rechtstreeks verband houdt met de financiële hefboomwerking, worden ze later in combinatie met elkaar besproken.

#### **2.1.4.1.3. Dekkingsgraad van de financiële schulden**

Nu we weten hoe de financiële schulden zich ten opzichte van het eigen vermogen verhouden onderzoeken we hoelang een onderneming er gemiddeld over doet om haar financiële schuld af te betalen. Dit doen we door deze te bekijken ten opzichte van de EBITDA.

EBITDA staat voor Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation oftewel winst vóór aftrek van rentekosten, belastingen, afschrijvingen en waardeverminderingen. Aangezien het een benadering vormt voor de operationele cashflow die een bedrijf op jaarlijkse basis genereert, worden interestbetalingen en belastingen buiten beschouwing gelaten. Afschrijvingen en waardeverminderingen zijn dan weer minder relevant daar ze eerder boekhoudkundige kosten dan wel reële financiële betalingen representeren. Doorheen het rapport zal het EBITDA-concept regelmatig terugkeren omwille van haar operationeel karakter.

De financiële ratio die als volgt gedefinieerd wordt, meet het vermogen van een onderneming om haar financiële schuld af te betalen. Een hoge ratiowaarde kan op een te zware financiële schuldenlast voor het bedrijf wijzen.

$$\frac{\textit{Gemiddelde financiële schulden}}{\textit{EBITDA}}$$

Voor de benchmarking, vinden we als mediaan en gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector de respectievelijke waarden 1,3 en 3,9. Gezien de sterke sectorafhankelijkheid, is het minder relevant hier een theoretisch gangbare waarde te vermelden. Daarvoor verwijzen we wederom naar het West-Europees gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet.

#### **2.1.4.1.4. Dekkingsgraad van de schuldenlast**

In tegenstelling tot de andere solvabiliteitsratio's, focust de dekkingsgraad van de schuldenlast eerder op de nabije toekomst. De financiële ratio is gelijk aan het quotiënt van de EBITDA en de schuldenlast. De noemer verwijst naar alle huidige schuldverplichtingen van het bedrijf met zowel de financiële schulden op korte termijn als de lange termijn financiële schulden die binnen het jaar vervallen. Zowel interestbetalingen als kapitaalaflossingen vallen hier dus onder. De ratio geeft uiteindelijk een indicatie van de beschikbare hoeveelheid cashflow, resulterend uit operationele activiteiten, waar huidige schuldverplichtingen mee betaald kunnen worden. Hoe groter de bekomen waarde, hoe minder risico de externe financierder loopt.

$$\frac{\textit{EBITDA}}{\textit{Schuldenlast}}$$

Als benchmark vinden we de theoretisch gangbare waarde 1,2. De mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector krijgen de respectievelijke waarden 0,7 en 8,9.

De analyse van deze ratio's voor de energiemarkt in Vlaanderen vindt u vanaf pagina 56 in het rapport.

## 2.1.5. Rendabiliteit

Rendabiliteitsratio's onderzoeken hoe de winst van een bedrijf zich verhoudt tot de omvang van dat bedrijf. Ze meten de efficiëntie van de ingezette middelen en geven een indicatie van het al dan niet slagen op langere termijn. Doorgaans wordt de winstgevendheid van een onderneming geëvalueerd aan de hand van haar "Return on Equity" oftewel rendement op het eigen vermogen. Het is de belangrijkste rentabiliteitsratio en wordt als volgt berekend:

$$\text{Rendement op het eigen vermogen} = \frac{\text{Resultaat}}{\text{Gemiddelde eigen vermogen}}$$

De financiële ratio meet de efficiëntie waarmee een onderneming winst genereert. Des te hoger de ratiowaarde, des te beter het bedrijf inkomsten en groei weet te genereren uit de eigen middelen en vice versa. Aangezien de marge in percentage uitgedrukt wordt, kunnen bedrijven van verschillende grootteordes makkelijk met elkaar vergeleken worden binnen eenzelfde sector. In het ideale geval stijgt deze waarde gestaag over de jaren heen.

Louter en alleen de evoluties van de gevonden ratiowaarden bestuderen, zou tot onjuiste conclusies kunnen leiden. Zo kan een stijgend rendement op het eigen vermogen bijvoorbeeld gepaard gaan met een groot risico omwille van een hogere schuldfinancieringsgraad (zie vermogensmultiplicator verderop). Het is dan ook van groot belang om te begrijpen wat de drijfveren of achterliggende oorzaken van de bekomen ratiowaarden precies zijn. Daarom maakt men in de financiële wereld regelmatig gebruik van de zogenaamde Dupont analyse.

### 2.1.5.1.1. Dupont analyse

De Dupont analyse probeert te achterhalen wat de reden voor mogelijke fluctuaties in het rendement op het eigen vermogen is door deze gelijk te stellen aan het product van haar drijfveren:

$$\begin{aligned} \text{Rendement op het eigen vermogen} &= \text{Nettowinstmarge} \times \text{Activaomzet} \times \text{Vermogensmultiplicator} \\ &= \frac{\text{Resultaat}}{\text{Omzet}} \times \frac{\text{Omzet}}{\text{Gemiddelde activa}} \times \frac{\text{Gemiddelde activa}}{\text{Gemiddelde eigen vermogen}} \end{aligned}$$

Om de impact van fiscale optimalisering te beperken, stellen we echter voor om naar het pre-taks rendement op het eigen vermogen te kijken. De Dupont analyse wordt dan:

$$\begin{aligned} \text{Pre – taks rendement op het eigen vermogen} &= \text{Nettowinstmarge vóór belastingen} \times \text{Activaomzet} \times \text{Vermogensmultiplicator} \\ &= \frac{\text{Resultaat vóór belastingen}}{\text{Omzet}} \times \frac{\text{Omzet}}{\text{Gemiddelde activa}} \times \frac{\text{Gemiddelde activa}}{\text{Gemiddelde eigen vermogen}} \end{aligned}$$

Een stijging van het rendement voor belastingen op het eigen vermogen is enkel positief wanneer deze gedreven wordt door een stijging van de nettowinstmarge vóór belastingen, een stijging van de omzet van activa en/of een daling van de vermogensmultiplicator.

Voor het rendement voor belastingen op het eigen vermogen, nemen we als benchmark de mediaan en het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector: respectievelijk 19,6% en 7,8%. Gezien de sterke sectorafhankelijkheid, is een theoretisch gangbare waarde hier wederom minder relevant en nemen we telkens het West-Europees gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet.

### **Deel 1: winstmarge voor belastingen : resultaat vóór belasting t.o.v. omzet**

De ratio meet hoeveel winst vóór belastingen gegenereerd wordt als percentage van de verkregen omzet.

Het brengt met andere woorden de operationele efficiëntie van een onderneming mee in kaart. Zo kunnen we aan de hand van deze ratio beter begrijpen hoe verschillende spelers omgaan met hun vaste en variabele kosten om optimaal gebruik te maken van hun omzet. De pre-taks winstmarge is één van de meest belangrijke indicatoren bij de beoordeling van de financiële gezondheid van een bedrijf. Aangezien de marge doorgaans in percentages uitgedrukt wordt, kunnen bedrijven van verschillende groottes opnieuw makkelijk met elkaar

vergeleken worden binnen eenzelfde sector. Haar waarde stijgt idealiter gestaag over de jaren heen. Als benchmark vinden we voor de mediaan en het gewogen gemiddelde van de West-Europese energiesector de respectievelijke waarden 7,0% en 5,3%. Gezien de sterke sectorafhankelijkheid, is het opnieuw minder relevant deze ratio van een theoretisch gangbare waarde te voorzien. We verwijzen hiervoor naar het West-Europees gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet.

### **Deel 2: omzet t.o.v. gemiddelde activa**

De ratio geeft een idee van de doeltreffendheid waarmee een onderneming haar activa inzet, oftewel hoeveel omzet gegenereerd kan worden met €1 aan vaste activa. Hoe hoger de bekomen waarde, hoe beter de speler zijn activa benut bij het genereren van omzet en vice versa.

Als benchmark vinden we voor de mediaan en het gewogen gemiddelde van de West-Europese energiesector de respectievelijke waarden 68,5% en 234,1%. Gezien de sterke sectorafhankelijkheid, is het opnieuw minder relevant deze ratio van een theoretisch gangbare waarde te voorzien. We verwijzen hiervoor naar het West-Europees gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet.

### **Deel 3: vermogensmultiplicator: gemiddelde activa t.o.v. gemiddelde eigen vermogen**

Regelmatig investeren in activa is essentieel voor elke bedrijfsuitoefening en wordt aan de hand van eigen vermogen, schulden of een combinatie daarvan bekostigd. De bekomen ratiowaarde geeft meer duidelijkheid omtrent de financieringswijze. Terwijl een hoge waarde op een hoge schuldfinanciering doelt, duidt een lage waarde op een hoge financiering met eigen vermogen. Beiden hebben hun voor- en nadelen. Zo wordt een te hoge schuldfinancieringsafhankelijkheid geassocieerd met een minder gunstig scenario waar mogelijk meer kosten en risico aan verbonden zijn; een lage schuldfinancieringsafhankelijkheid wordt dan weer geassocieerd met een defensiever beleid dat de mogelijke voordelen onvoldoende benut. Het wordt natuurlijk een ander verhaal als een onderneming zich in laatstgenoemde situatie bevindt omwille van een gebrek aan gewillige externe financierders zoals banken. Het is dan ook van groot belang om de juiste balans tussen de twee financieringsvormen te vinden. De vermogensmultiplicator is een maatstaf voor de financiële hefboomwerking die bovendien als risico-indicator fungeert voor investeerders.

Als benchmark vinden we voor de mediaan en het gewogen gemiddelde van de West-Europese energiesector de respectievelijke waarden 314,1% en 1047,4%. Gezien de sterke sectorafhankelijkheid, is het opnieuw minder relevant deze ratio van een theoretisch gangbare waarde te voorzien. We verwijzen hiervoor naar het West-Europees gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet.

#### **2.1.5.1.2. Bijkomende winstmarge analyse**

##### **Brutowinstmarge**

De brutowinstmarge wordt als volgt gedefinieerd:

$$\frac{\text{Omzet} - \text{Kosten van verkochte goederen}}{\text{Omzet}}$$

Deze ratio wordt vaak gebruikt om het bedrijfsmodel van een onderneming te vergelijken met dat van haar concurrenten. Deze ratio verschilt van de EBITDA-winstmarge door verkoop-, algemene en administratieve kosten die eerder als 'vaste kosten' worden beschouwd niet in rekening te nemen. Wel wordt de marge ook doorgaans in percentages uitgedrukt, waardoor bedrijven van verschillende groottes makkelijk met elkaar vergeleken kunnen worden binnen eenzelfde sector. De ratiowaarde stijgt idealiter opnieuw gestaag over de jaren heen, al hoeven sterke fluctuaties niet noodzakelijk te duiden op slecht beheer.

Als benchmark vinden we voor de mediaan en het gewogen gemiddelde van de West-Europese energiesector de respectievelijke waarden 37,5% en 21,4%. Gezien de sterke sectorafhankelijkheid, is het opnieuw minder relevant deze ratio van een theoretisch gangbare waarde te voorzien. We verwijzen hiervoor naar het West-Europees gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet.

De analyse van deze ratio's voor de energiemarkt in Vlaanderen vindt u vanaf pagina 68 in het rapport.

## **EBITDA-marge**

De EBITDA-marge is een prestatie maatstaf die de operationele winstgevendheid van een bedrijf meet. Aangezien het als percentage weergegeven wordt, is het mogelijk om bedrijven van verschillende grootteordes binnen eenzelfde sector met elkaar te vergelijken. De marge bewijst vooral haar nut bij het bepalen van de doeltreffendheid van kostenbesparende inspanningen. Hoe hoger de marge, des te lager de bedrijfskosten in verhouding tot de totale omzet. In het ideale geval stijgt haar waarde gestaag doorheen de jaren. De ratio wordt als volgt bekomen:

$$\frac{EBITDA}{Omzet}$$

Voor de benchmarking vinden we als mediaan en gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet van de West-Europese energiesector de respectievelijke waarden 18,5% en 11,1%. Gezien de sterke sectorafhankelijkheid, is een theoretisch gangbare waarde hier minder van toepassing. Zoals al vermeld, verwijzen we daarvoor naar het West-Europees gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet.

## 2.2. Indeling Vlaamse energieleveranciers

Eind 2021 hadden 37 elektriciteitsleveranciers een leveringsvergunning om te leveren in Vlaanderen. Op 30 september 2022 waren er 33 elektriciteitsleveranciers met een vergunning, waarvan er 29 actief waren. Enovos Luxembourg en Powerhouse stopten hun activiteiten in Vlaanderen en de klanten van Vlaamse Energieleverancier en Watz werden op 7 respectievelijk 21 december 2021 overgedragen aan de noodleverancier. De vergunningen van deze 4 leveranciers werden in de loop van 2022 opgeheven.

Eind 2021 hadden 33 aardgasleveranciers een leveringsvergunning om te leveren in Vlaanderen. Op 30 september 2022 waren er 29 aardgasleveranciers met een vergunning, waarvan 26 actief.

Voor het uitvoeren van de financiële analyse werden de leveranciers onderverdeeld in categorieën volgens het criterium “Energieproductie” en dit in samenspraak met de VREG. Dit criterium heeft namelijk een belangrijke invloed op de inkomsten en kosten alsook op de balansposities. We wilden onderzoeken of deze indeling tot grote verschillen zou leiden in de financiële ratio’s en capaciteit van de verschillende types leveranciers. We zouden de leveranciers ook op een andere manier kunnen indelen: op basis van vaste/variabele contracten, op basis van beleverde doelgroepen, op basis van grootte, ...

Om de energieleveranciers met elkaar te kunnen vergelijken en relevante conclusies te trekken, voerden we telkens een analyse per categorie uit.

Onderstaande categorieën werden gedefinieerd:

1. “Energieleveranciers met eigen productie”: Energieleveranciers die zelf energie opwekken. Het gaat zowel om grote als om kleinere spelers, al dan niet deel uitmakend van een groep. Deze spelers zijn zowel volledig Belgisch als deel in handen van buitenlandse aandeelhouders. Er is een subcategorie “Electrabel nv” omdat deze speler vele malen groter is dan de andere. Meer uitleg onder Tabel 1.
2. “Energieleveranciers met productie in de groep”: Energieleveranciers die deel uitmaken van een grotere groep waarbinnen energie wordt opgewekt. Deze leveranciers kunnen dus energie aankopen van een zusterbedrijf, waardoor ze mogelijk betere voorwaarden kunnen krijgen of alleszins een meer robuuste bevoorrading van energie hebben. Het gaat zowel om grote als om kleinere spelers. De subcategorie “Buitenlandse spelers” zijn volledig in handen van buitenlandse aandeelhouders. De subcategorie “Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers)” zijn ofwel volledig Belgisch ofwel deels in handen van buitenlandse aandeelhouders.
3. “Energieleveranciers zonder productie”: Energieleveranciers die niet over eigen productiecapaciteit beschikken en ook geen deel uitmaken van een groep waar energie wordt opgewekt of de opgewekte energie niet afnemen van de groep waartoe ze behoren. Deze leveranciers moeten in de markt energie aankopen. Deze spelers zijn ofwel volledig Belgisch ofwel voor een beperkt deel in handen van buitenlandse aandeelhouders.

Hieronder vindt u de indeling van de leveranciers in de verschillende (sub)categorieën. De energieleveranciers waarvan het klantenbestand in 2021 en begin 2022 werd overgedragen aan de noodleverancier, worden in rood aangegeven.



Energieleveranciers met eigen productie	Energieleveranciers met productie in de groep	Energieleveranciers zonder productie
Electrabel nv Electrabel Nv	Buitenlandse spelers Eni Spa Getec Energie GmbH RWE Supply & Trading GmbH Wingas GmbH	Antargaz Belgium nv Bolt Energie bv Coretec Trading bv Elegant bv Elexys nv Elindus nv
Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv) Aspiravi Energy nv Belgian Eco Energy nv Ecopower cv Elektriciteitsbedrijf Merksplas bv Luminus nv Trevion nv	Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) Axpo Benelux nv Dats 24 nv Electrawinds Distributie nv Eneco Belgium nv Eoly nv OMV Gas Marketing & Trading Belgium bv TotalEnergies Gas & Power Western Europa nv TotalEnergies Power & Gas Belgium nv Wase Wind cv	<i>Energie 2030 Agence nv</i> Energie.be nv EnergyVision nv Octa+ Energie nv Power Online nv (Mega) Scholt Energy Control nv Slim met Energie bv Vlaams Energiebedrijf nv <i>Vlaamse Energieleverancier bv</i> <i>Watz bv</i> Yuso bv

Tabel 1. Overzicht van de opdeling van de energieleveranciers

Merk op dat voor de analyse van de ratio's een verder onderscheid wordt gemaakt in bepaalde subcategorieën:

- 1) *Onderverdeling Energieleveranciers met eigen productie*: "Electrabel nv" en "Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv)"

In het Vlaamse en Belgische energielandschap vormt Electrabel nv een belangrijke speler. Ten opzichte van de andere spelers in deze categorie zijn hun financiële cijfers en balansposities overheersend. Hierdoor heeft de positie van Electrabel nv in zowel balansposten als resultaten een belangrijke impact op de ratio's en bijgevolg ook op de conclusies die zouden getrokken worden. De conclusies zouden enkel voor Electrabel nv gelden en mogelijks niet voor de andere spelers in deze categorie. We analyseren Electrabel nv dus steeds apart en maken een subcategorie Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv).

- 2) *Energieleveranciers met productie in de groep*: "Buitenlandse spelers" en "Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers)".

Bij de leveranciers met productie in de groep zitten enkele buitenlandse spelers die een leveringsvergunning hebben ontvangen van de VREG. Gezien deze spelers geen verplichting hebben om hun cijfers via de Nationale Bank van België te rapporteren, werden de geconsolideerde cijfers voor deze spelers opgevraagd via de VREG. Dit zijn buitenlandse spelers die vele malen groter zijn dan de andere energieleveranciers met productie in de groep, waardoor eventuele conclusies die op geaggregeerd niveau zouden gemaakt worden, opnieuw mogelijks niet geldig zijn voor de andere leveranciers. Bovendien zijn voor de buitenlandse spelers slechts 2 historische jaren van cijfers beschikbaar, waardoor het nog meer relevant is om deze apart te bekijken om distorsie in de evoluties te vermijden. Gezien de schaal waarop deze spelers zaken voeren en de verticaliteit van hun economische activiteiten zouden we weinig belangrijke additionele inzichten halen uit een uitgebreide analyse hiervan.

## 2.3. Uitgebreide analyse en conclusies per categorie van energieleverancier

In de volgende sectie geven we op basis van de analyse de conclusies weer per categorie van ratio's en per categorie van energieleverancier (zie sectie 2.2).

De belangrijkste conclusies per categorie van ratio's worden weergegeven als inleiding.

## 2.3.1. Werkkapitaal en kasbeheer

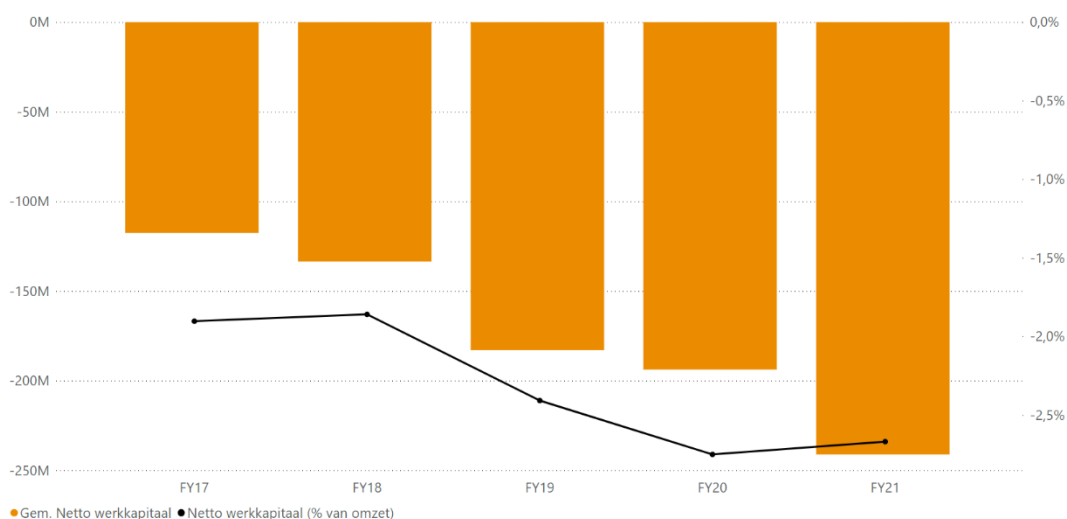
### 2.3.1.1. Samenvatting

Zoals aangegeven in sectie 2.1.2 wordt onder werkkapitaal het volgende verstaan: het verschil van de vlottende activa - met uitzondering van liquide middelen - en kortlopende schulden die noodzakelijk zijn voor het operationeel functioneren van een onderneming. Het gaat hierbij onder meer over de volgende balansposities: handelsvorderingen en -schulden, voorraden en andere operationeel gerelateerde vorderingen en schulden.

Voor de analyse van het werkkapitaal, kijken we naar de absolute evolutie van het werkkapitaalniveau en diens netto positie relatief tot de omzet. Daarnaast kijken we nog een niveau dieper, waarbij handelsvorderingen worden afgezet tegenover de omzet en de handelsschulden tegenover de kosten van goederen en diensten.

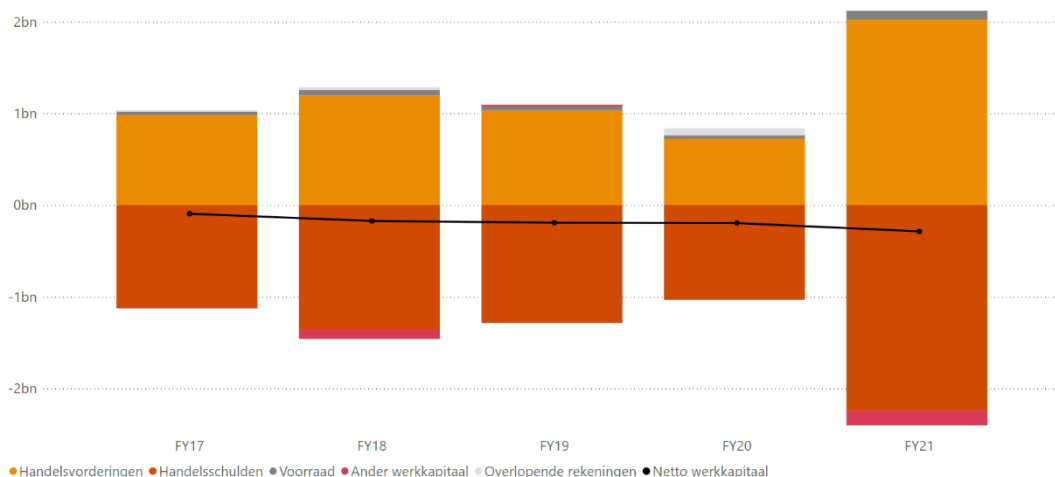
Wat betreft de analyse van het werkkapitaal en het kasbeheer zijn de voornaamste bevindingen:

- Het netto werkkapitaal blijft naargelang de tijd nog steeds gemiddeld negatief, maar vertoont bij een aantal kleinere spelers (voornamelijk leveranciers zonder productie) een stijgende trend. Dit vertaalt zich in een immobilisatie van liquide middelen in werkkapitaal, met als gevolg een minder efficiënt kasstroombeheer en een hogere operationele last voor de energieleveranciers.



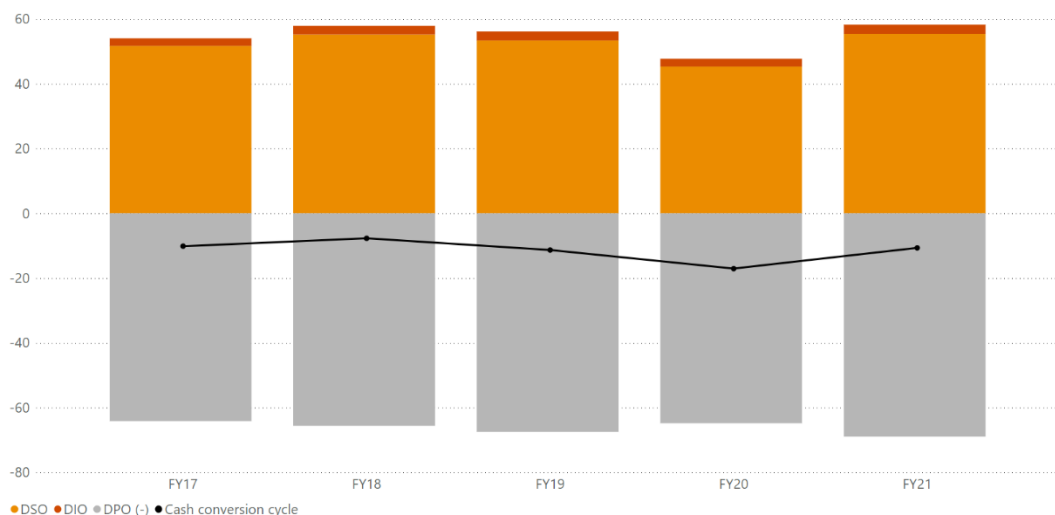
Figuur 2. Netto werkkapitaal t.o.v. omzet (algemeen beeld)

- Alhoewel het netto werkkapitaal stabiel blijft, zien we een sterke groei in de handelsvorderingen en ter compensatie dan ook in de handelsschulden. Dit zorgt in zekere zin voor een hogere operationele hefboom, en dus ook een hoger onderliggend risico moesten de energieleveranciers een economische schok ondergaan.



Figuur 3. Samenstelling van het werkkapitaal (algemeen beeld)

- De cashconversiecyclus schetst eenzelfde beeld als het netto werkkapitaal, gekenmerkt door het behouden van een stabiel en relatief laag niveau. We zien wel dat de DSO (Days Sales Outstanding of het Aantal dagen klantenkrediet) en de DPO (Days Payables Outstanding of het Aantal dagen leverancierskrediet) sterk gestegen zijn doorheen de tijd. Dit is grotendeels te wijten aan de groei in handelsvorderingen en handelsschulden. Voornamelijk bij de leveranciers zonder productie zien we hoge niveaus in FY21<sup>8</sup>, met een DSO van 70 dagen en een DPO van 78 dagen. Dit wijst erop dat de elektriciteits- en gasleveranciers het niet tijdig ontvangen van handelsvorderingen (het geld van hun klanten) compenseren door een stretch op de handelsschulden (het betalen van hun leveranciers of schuldeisers). Dit kan tot op een bepaald niveau, maar is niet oneindig toepasbaar<sup>9</sup>.



Figuur 4. Cashconversiecyclus (algemeen beeld)

- Door een gebrek aan de nodige detailgegevens is het moeilijk om de juiste oorzaak van de slechte inning van betalingen te weten. Het zou kunnen gaan om een stijgend aantal wanbetalingen van klanten, of om

<sup>8</sup> FY staat voor Fiscal Year of boekjaar. Een boekjaar is de periode waarover een financieel verslag loopt. Het jaarverslag en de jaarrekening wordt opgemaakt over een boekjaar. Het boekjaar beslaat over het algemeen 12 maanden, die gelijk kunnen lopen met het kalenderjaar

<sup>9</sup> Denk aan een weegschaal waar we telkens aan beide kanten gewicht toevoegen. Deze weegschaal zal in evenwicht blijven staan, maar moesten we aan één van de twee kanten gewicht verwijderen gaat onze weegschaal heel snel uit balans vallen. Er is dus sprake van een opbouw van onderliggende volatiliteit waardoor een kleine schok zware gevolgen kan hebben.

een slecht systeem van inning van betalingen bij de leveranciers, en dergelijke meer. Dit moet verder bekeken worden op basis van gesprekken met de elektriciteits- en gasleveranciers actief in Vlaanderen.

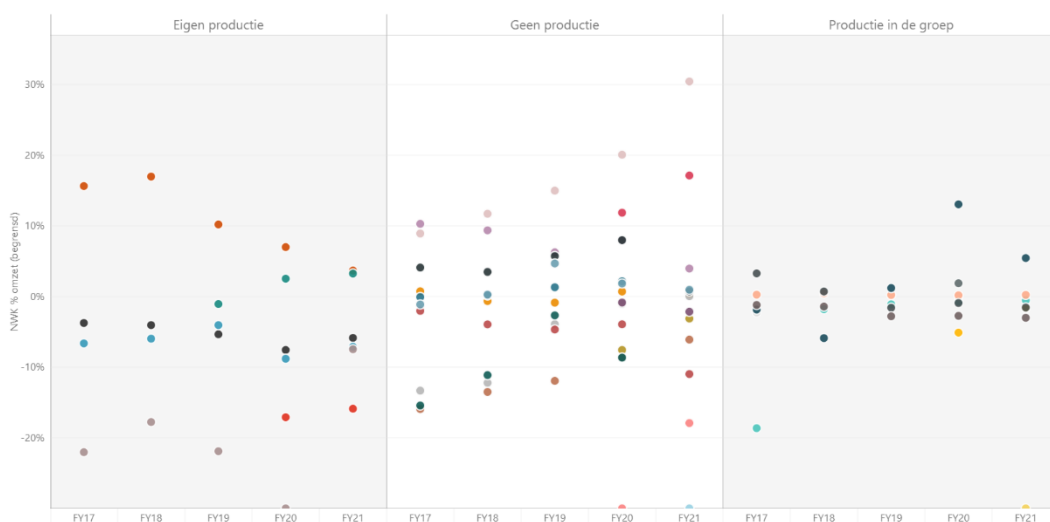
In de volgende sectie gaan we dieper in op de conclusies rond werkkapitaal en kasbeheer per categorie van energieleverancier.

### 2.3.1.2. Algemeen overzicht

#### 2.3.1.2.1. Evolutie netto werkkapitaalpositie ten opzichte van omzet

De onderstaande grafiek geeft een overzicht van de verhouding tussen netto werkkapitaal en omzet (Y-as) voor de Vlaamse elektriciteits- en gasleveranciers, doorheen de tijd en verzameld volgens hun capaciteit om energie op te wekken (X-as). Bolletjes in dezelfde kleur horen bij één energieleverancier, zo kunnen we ook de evolutie doorheen de tijd volgen.

In het algemeen gaat een positief netto werkkapitaal gepaard met een negatieve impact op de kasstroom, en andersom. Als een bedrijf in een groeiscenario zit, dan betekent een positieve werkkapitaalpositie dat er bijkomende liquide middelen moeten gereserveerd worden voor het ondersteunen van de activiteiten en dat ze pas op een later moment omgezet worden in cash. Het bedrijf moet zoeken naar een evenwicht tussen de optimalisatie van de kasstroom en de weerbaarheid tegen economische schokken.



Figuur 5. Het gemiddeld netto werkkapitaal t.o.v. de omzet van elke leverancier

Figuur 5 toont dat de meeste elektriciteits- en gasleveranciers een netto werkkapitaal hebben dat tussen -10% en 5% van omzet ligt. Zoals eerder aangegeven moet een negatief niveau van werkkapitaal als iets positief beschouwd worden; het kan gezien worden als een financieringsbron. Echter, wanneer een positie evolueert naar een minder negatief niveau is dat een trend in de verkeerde richting, gezien meer middelen vast blijven zitten in de operaties.

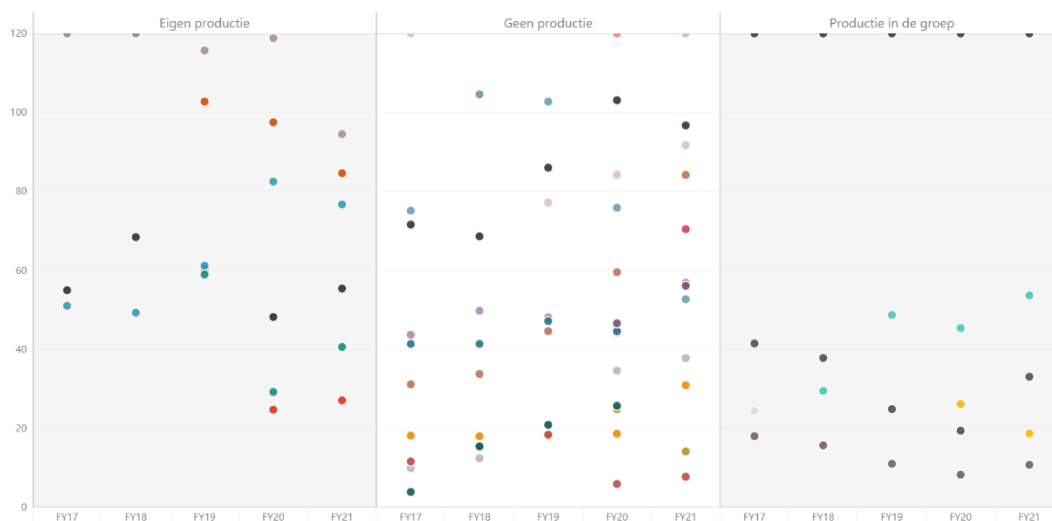
Er zijn ook uitschieters, onder andere bij de energieleveranciers met eigen productie en zonder productie. Bij de eerste groep zien we een aantal spelers met een relatief laag netto werkkapitaal en één enkel bedrijf dat een netto werkkapitaal hoger dan 5% van omzet vertoont. Bij de leveranciers zonder productie zien we meer spelers die boven de 5% zitten. We zien ook een aantal uitschieters die het beter doen dan de mediaan.

De evolutie in de tijd wijst op een stijging van het netto werkkapitaal t.o.v. omzet dat rond de 0% ligt. Dit betekent algemeen dat de energieleveranciers meer middelen ter beschikking moeten stellen om hun operaties te ondersteunen daar waar ze enkele jaren geleden liquide middelen genereerden door een snellere betaling van handelsvorderingen ten opzichte van handelsschulden.

### 2.3.1.2.2. Evolutie DSO en DPO

Naast een analyse van de algemene evolutie van het werkkapitaal ten opzichte van de omzet, kijken we ook naar de absolute evolutie van de onderliggende posities. De belangrijkste posities in het werkkapitaal, namelijk de handelsvorderingen en de handelsschulden, worden afgezet ten opzichte van respectievelijk de gerealiseerde omzet en de kosten. Zoals in sectie 2.1.2.1.1 aangehaald, gebeurt dit aan de hand van DSO (Days Sales Outstanding of het Aantal dagen klantenkrediet) en DPO (Days Payables Outstanding of het Aantal dagen leverancierskrediet).

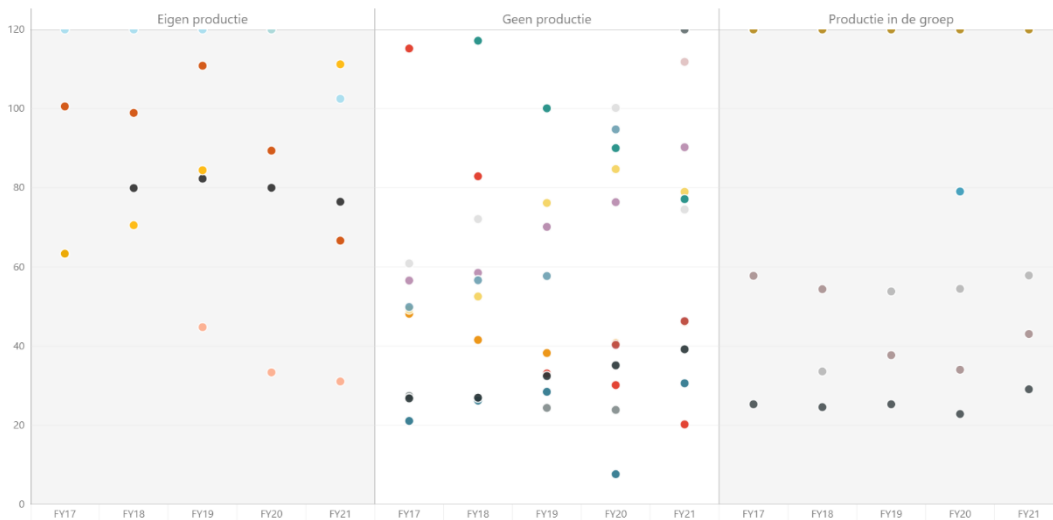
De onderstaande grafieken (Figuur 6 en Figuur 7) geven een overzicht van de DSO en DPO (Y-as) voor de Vlaamse elektriciteits- en gasleveranciers, doorheen de tijd en opgesplitst per categorie, zie sectie 2.2 (X-as). De DSO is afgetopt op 120 dagen om te vermijden dat bepaalde uitschieters de schaal van de Y-as gaan verstoren.



Figuur 6. Vergelijking van DSO tussen leveranciers

We merken op dat er grote verschillen zitten in DSO tussen de verschillende leverancierscategorieën. Leveranciers met eigen productie vertonen een hoger niveau van DSO terwijl de leveranciers met productie in de groep een lager niveau van DSO vertonen. Bij de leveranciers zonder eigen productie zien we dan weer een heel brede waaier aan niveaus. Dit heeft uiteraard te maken met het type klanten en de manier waarop de handelsvorderingen geïnd worden, maar een verdere analyse is nodig om dit grondig te onderbouwen, wat op basis van de financiële jaarrekeningen niet mogelijk is.

Algemeen stijgt de DSO doorheen de tijd, wat betekent dat handelsvorderingen gemiddeld langer blijven uitstaan alvorens ze in liquide middelen worden omgezet.



Figuur 7. Vergelijking van DPO tussen leveranciers

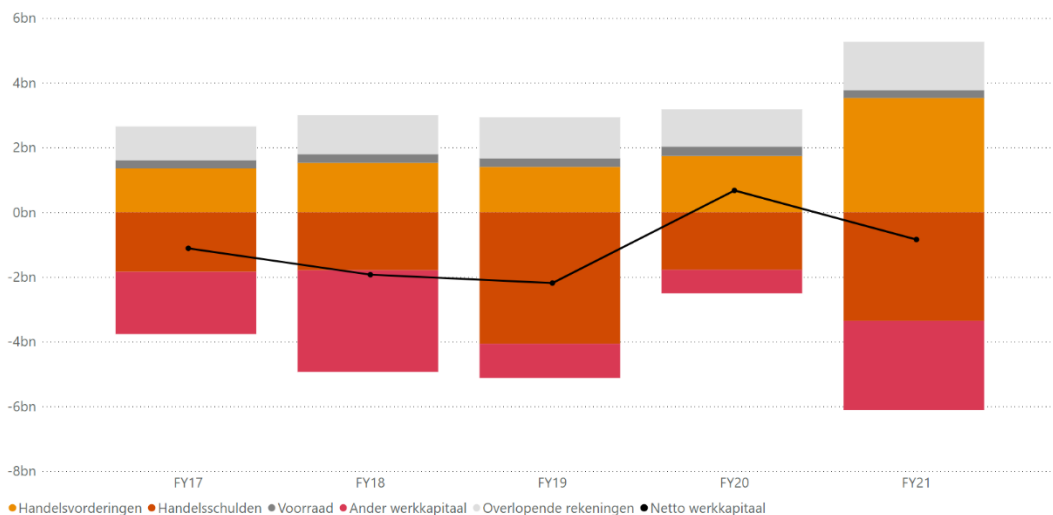
Figuur 7 toont de evolutie van de DPO doorheen de tijd en per categorie, met een geleidelijke opwaartse trend doorheen de tijd. Algemeen zien we hogere DPO-waarden bij energieleveranciers met eigen productie dan bij energieleveranciers met productie in de groep. De energieleveranciers zonder productie vertonen een bredere verdeling van de DPO.

### 2.3.1.3. Analyse per categorie

#### 2.3.1.3.1. Energieleveranciers met eigen productie

##### Electrabel nv

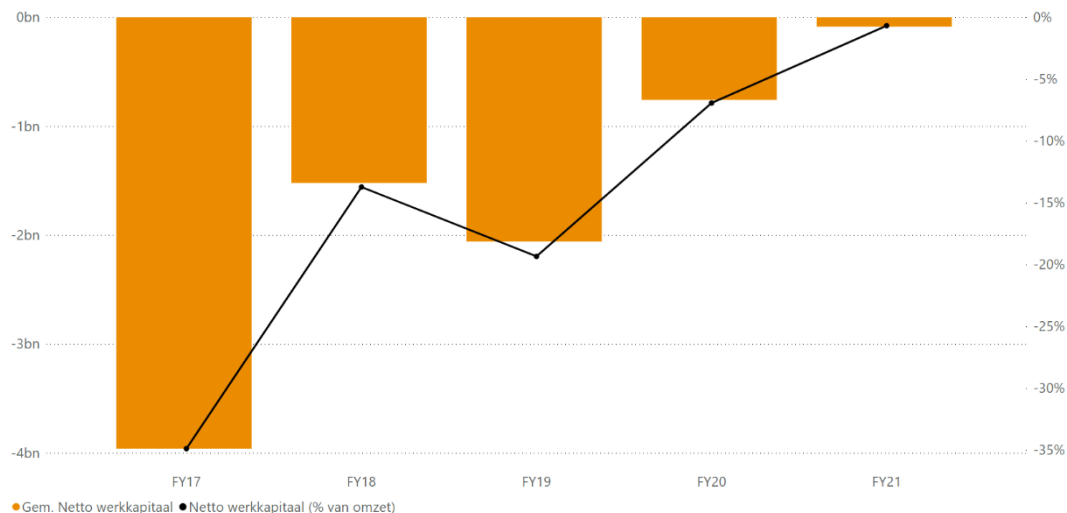
De onderstaande grafieken (Figuur 8 en Figuur 9) tonen voor Electrabel nv de opbouw van het werkkapitaal, de evolutie ervan en het netto werkkapitaal ten opzichte van de omzet.



Figuur 8. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (Electrabel nv)

Figuur 8 toont dat handelsvorderingen, voorraad en overlopende rekeningen relatief stabiel blijven tussen FY17 en FY20, met een stijging van handelsvorderingen in FY21. We zien wel forse schommelingen in de handelsschulden en in andere werkkapitaalrekeningen over de vijfjarige periode waardoor de netto positie sterk fluctueert over de laatste 3 jaren. Deze fluctuaties kunnen liggen aan schommelingen in de prijs van energieproductie, maar kunnen evengoed liggen aan intercompany transacties (transacties tussen bedrijven uit de Engie-groep). Ook al blijft het volledige netto werkkapitaal negatief (wat goed is voor de cashconversiecyclus), we zien een trend van groei in vorderingen ten opzichte van de schulden.

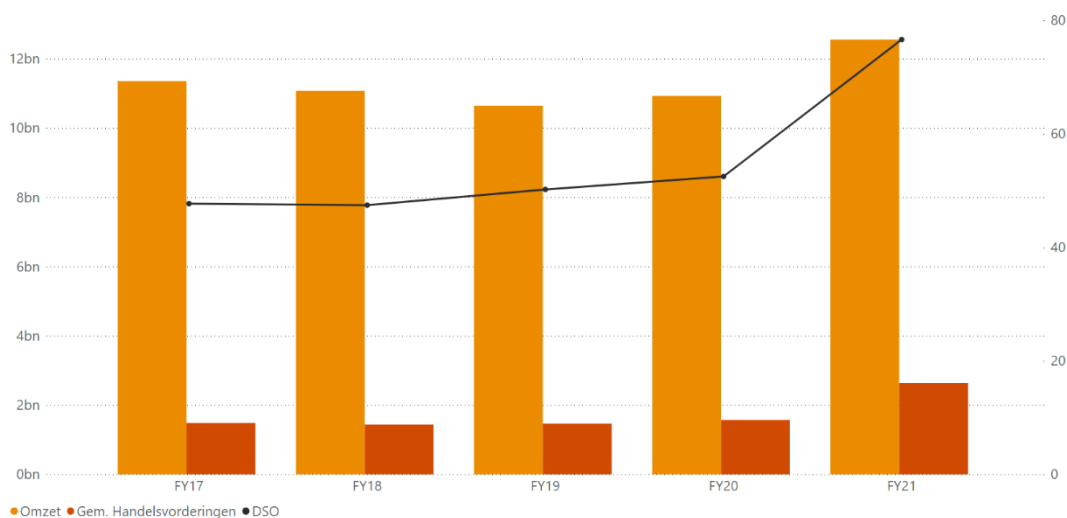
De groei aan vorderingen betekent dat Electrabel nv meer liquide middelen ziet vast komen te zitten in haar werkkapitaal. Dit is te zien in Figuur 9 waar we het gemiddelde netto werkkapitaal vergelijken met de omzet en een duidelijke opwaartse trend bemerken.



Figuur 9. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (Electrabel nv)

Wanneer we de aandacht verschuiven naar de DSO analyse (Figuur 10), is er te zien dat de (gemiddelde) handelsvorderingen stabiel blijven tussen FY17 en FY20, met een waarde die schommelt tussen de €1,4 miljard en de €1,6 miljard. In FY21 zien we een piek in handelsvorderingen van €2,6 miljard (ongeveer +67% in één jaar). Dit komt overeen met de analyse over de opbouw van het werkkapitaal.

Aangezien de omzet minder snel is gestegen tegenover de handelsvorderingen, zorgt dit voor een DSO die tussen FY20 en FY21 van gemiddeld 52 naar 77 dagen evolueert. Dit kan een indicatie zijn van een klantenbestand dat begint te kampen met moeilijkheden om hun facturen te betalen, of dat Electrabel nv meer verkoopt aan leveranciers zonder productie die langere betalingstermijnen hebben. Dergelijke analyse en conclusies kunnen echter niet gemaakt worden op basis van de financiële jaarrekeningen, gezien er noch in de omzet noch in de openstaande vorderingen een verder onderscheid wordt gemaakt.

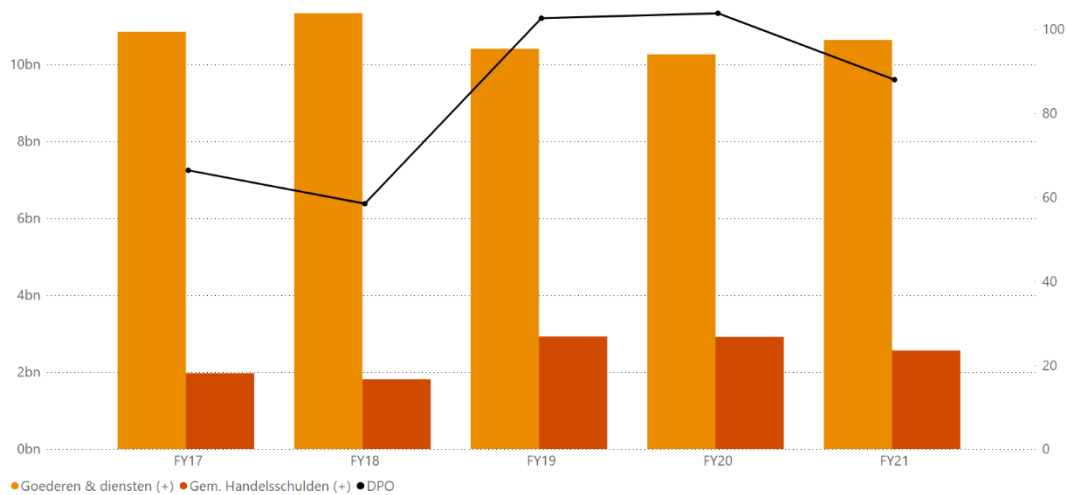


Figuur 10. Evolutie van de DSO (Electrabel nv)

Wat de DPO betreft (Figuur 11) zien we een ietwat andere trend. Van FY20 naar FY21 zien we een daling in de DPO, ook al hadden we vastgesteld dat de handelsschulden fors zijn gestegen in dezelfde periode. Dit kan gelinkt

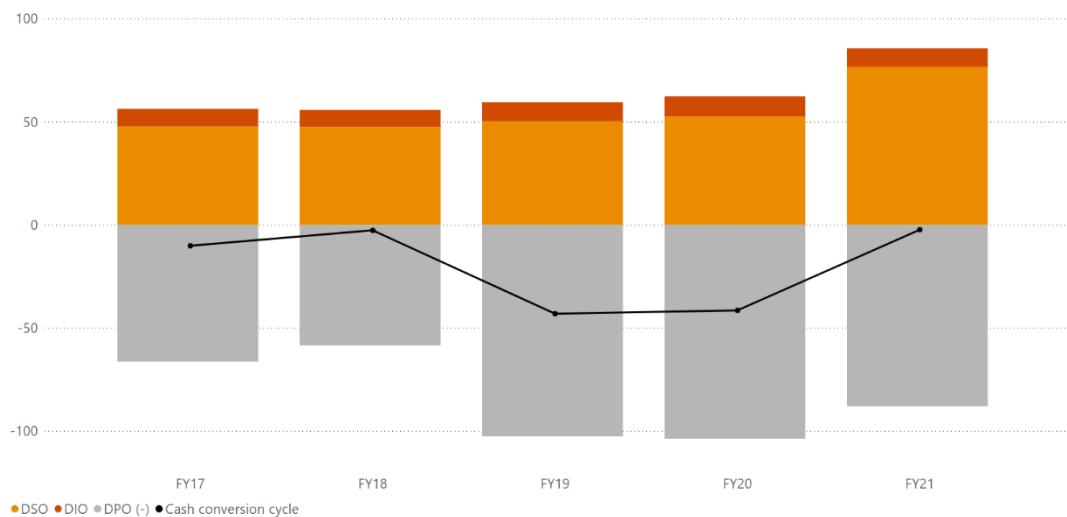


zijn aan (i) Electrabel nv die zijn leveranciers (schuldeisers) sneller betaalt of (ii) de kosten van goederen en diensten die sneller stijgen dan de handelsschulden tijdens het jaar FY21. Hierdoor zien we een DPO die fors daalt, van 104 in FY20 naar 88 dagen in FY21.



Figuur 11. Evolutie van de DPO (Electrabel nv)

Een stijgende DSO en een dalende DPO hebben beiden een verzwakkend effect op de uiteindelijke cashconversiecyclus. Deze wordt in Figuur 12 in kaart gebracht.



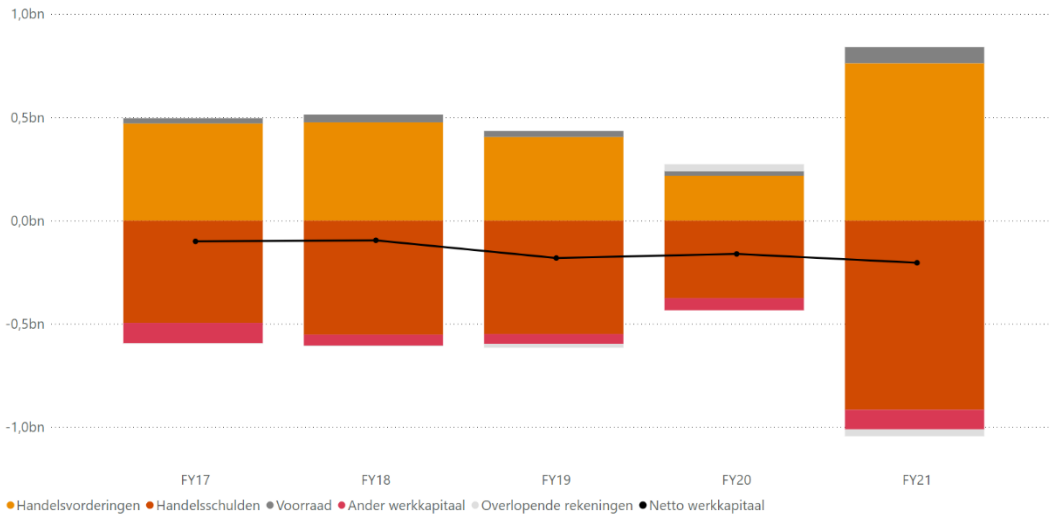
Figuur 12. Evolutie van de cashconversiecyclus (Electrabel nv)

Zoals in Figuur 12 wordt aangetoond, stijgt de cashconversiecyclus van -42 dagen in FY20 naar gemiddeld -2 dagen in FY21. Dit is ongeveer in lijn met het niveau van FY17 (-3 dagen). Een negatieve cashconversiecyclus toont een efficiënt kasstroombeheer aan. De stijgende trend gaat dus in de verkeerde richting.

Uit de analyse blijkt dat de stijgende trend in cashconversiecyclus gepaard gaat met een stijgende last van het werkkapitaal. Beide indicatoren worden gedreven door handelsvorderingen die sneller groeien dan de handelsschulden.

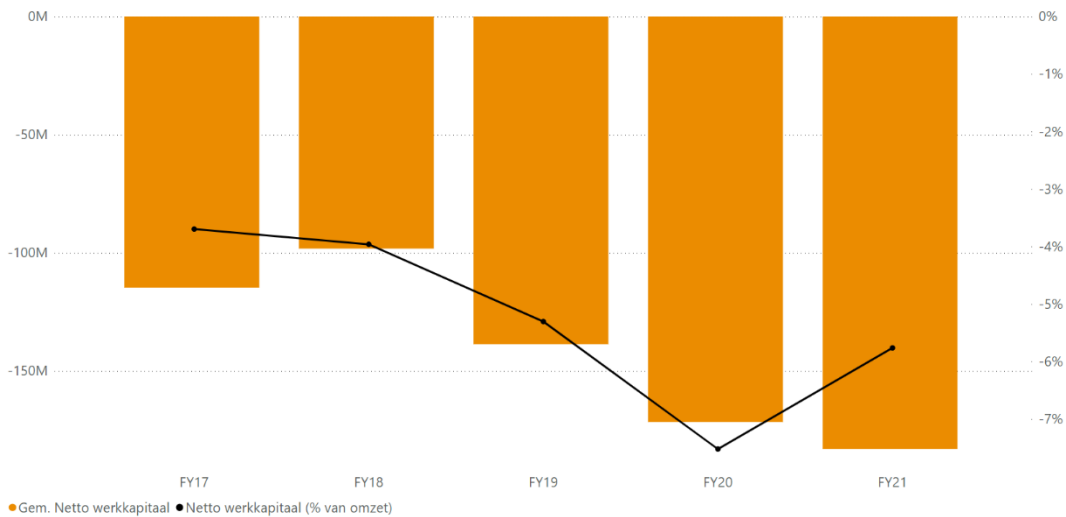
### Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv

Hieronder bekijken we het werkkapitaal voor de energieleveranciers met eigen productie, zonder Electrabel nv. De resultaten staan in de onderstaande grafieken (Figuur 13 en Figuur 14).



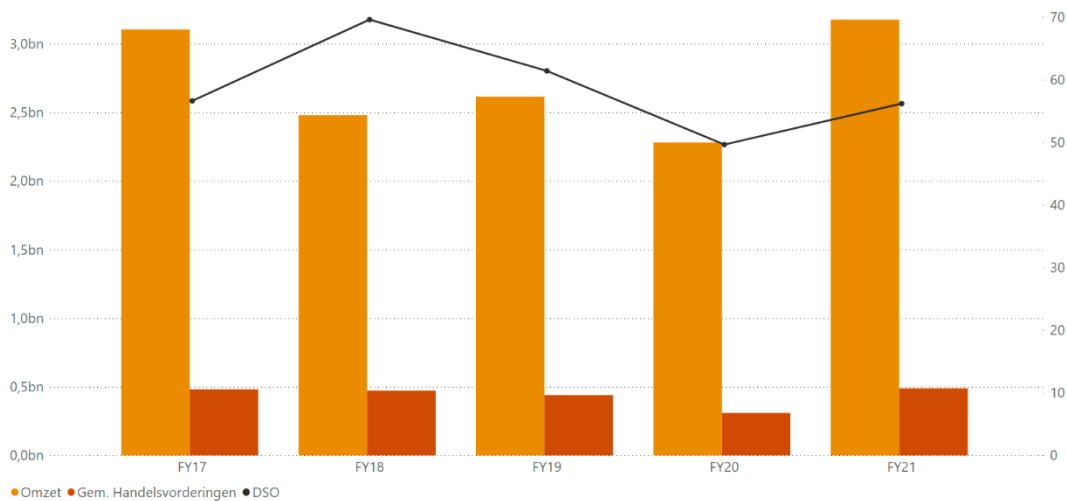
Figuur 13. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

Voor de andere leveranciers met eigen productie zien we een omgekeerde trend vergeleken met Electrabel nv. Hun werkkapitaalpositie ten opzichte van de omzet vertoont een dalende trend tot en met FY20. Voor FY21 zien we opnieuw een minder negatief niveau van werkkapitaal relatief ten opzichte van de omzet. Het relatief niveau van werkkapitaal ten opzichte van de omzet blijft relatief stabiel rond -5% van de omzet. Dit kan als een gezond niveau worden beschouwd. Hieronder gaan we verder in op het niveau van DSO en DPO om te zien hoe deze geëvolueerd zijn en of hier andere conclusies uit volgen.



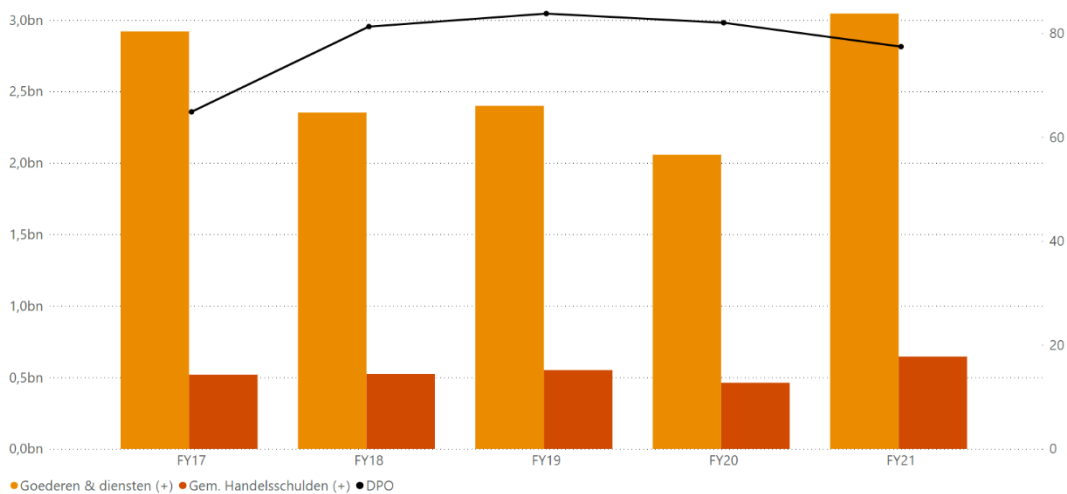
Figuur 14. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

De analyse van DSO en DPO wordt voorgelegd in de onderstaande grafieken (Figuur 15 en Figuur 16).



Figuur 15. Evolutie van de DSO (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

Voor de leveranciers met eigen productie zonder Electrabel nv zien we een algemeen dalende trend in DSO van gemiddeld 70 dagen in FY18 naar gemiddeld 56 dagen in FY21 (Figuur 15).



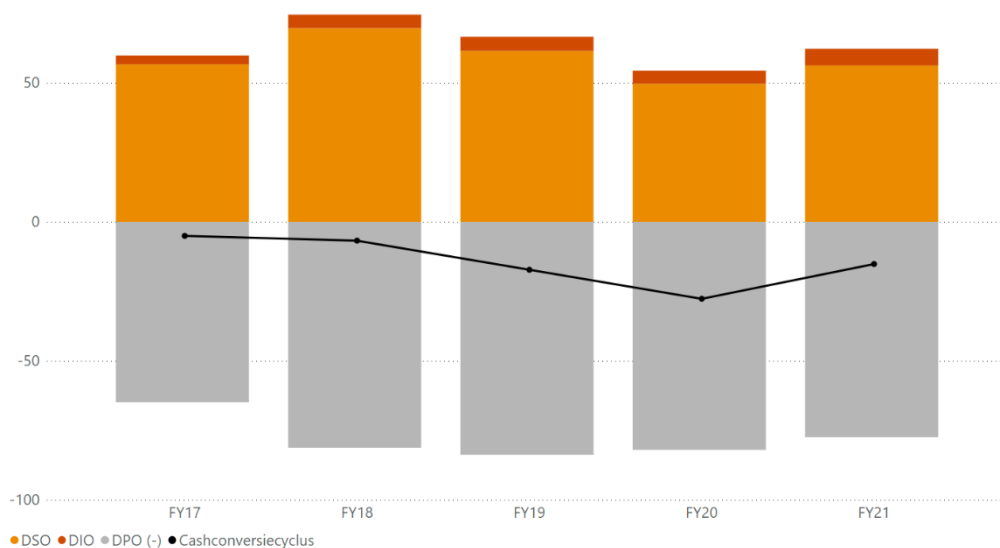
Figuur 16. Evolutie van de DPO (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

Bij de DPO (Figuur 16) zien we een geleidelijke daling. De DPO schommelt sinds FY18 tussen de 77 dagen en 84 dagen. Een DPO waarde boven de 60 dagen voor de leveranciers met eigen productie kan mogelijk verklaard worden door ofwel

- (i) Intragroepstransacties met een langere betalingstermijn, of
- (ii) Meer onderhandelingskracht van deze leveranciers ten opzichte van hun eigen leveranciers, leidende tot de mogelijkheid om hun betalingstermijnen te verlengen.

Gezien deze context en de algemeen stabiele trend van de DPO wordt dit momenteel niet gezien als een teken van risico of van economische verzwakking. De DPO moet dan ook naast de DSO gelegd worden om de impact op de cashconversiecyclus te verstaan.

Zoals in Figuur 17 te zien is, zijn sinds FY17 de DSO en DIO (Days Inventory Outstanding of Aantal uitstaande dagen voorraad, zie ook sectie 2.1.2.1.2) gemiddeld sneller gedaald dan de DPO voor leveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv). Dit leidt tot een snellere omzetting van operationele inkomsten tot bruikbare cash met een gemiddelde cashconversiecyclus van -15 dagen in FY21.



Figuur 17. Cashconversioncyclus (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

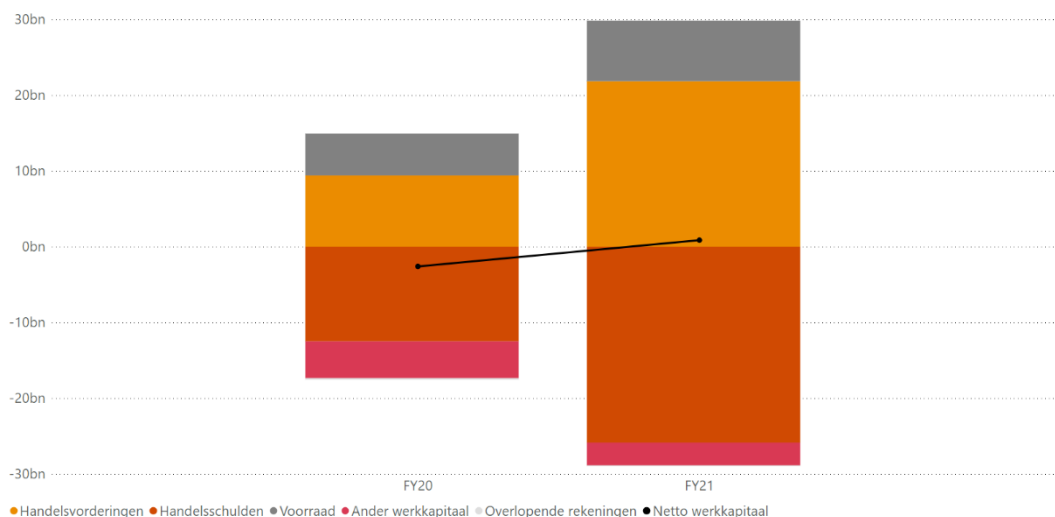
De verbetering in de cashconversioncyclus sluit ook aan bij de algemene verbetering in het beheer van het werkkapitaal tussen FY17 en FY21.

### 2.3.1.3.2. Energieleveranciers met productie in de groep

Zoals eerder aangegeven beschouwen we de buitenlandse spelers apart.

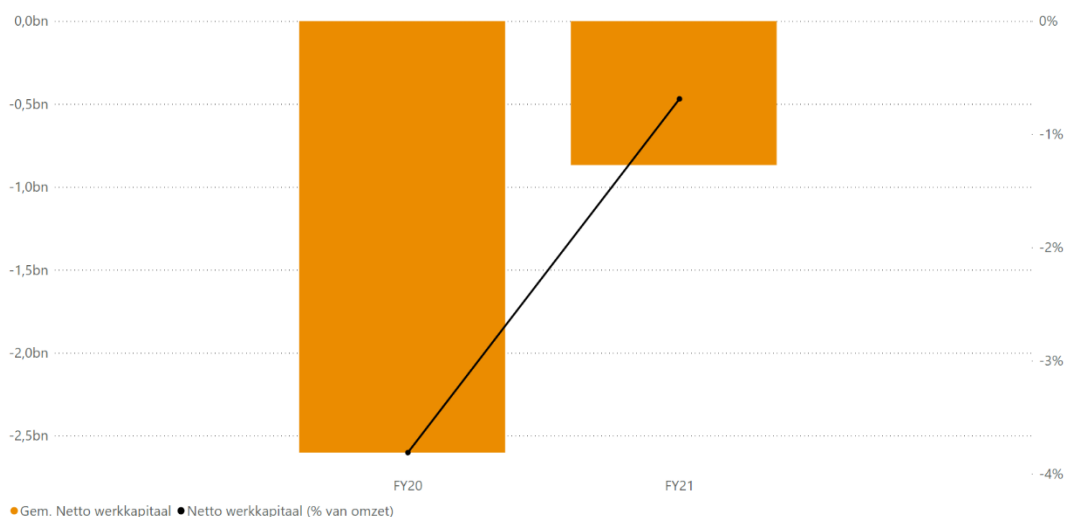
#### Buitenlandse spelers

Voor deze spelers beschikken we enkel over de financiële data van FY20 en FY21 (Figuur 24 en Figuur 25). Omdat we voor de buitenlandse spelers slechts 2 jaren aan informatie hebben, kan moeilijk een trendanalyse worden uitgevoerd, gezien niet kan ingeschat worden of de evolutie eenmalig is, dan wel een zich voortzettende trend.



Figuur 18. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (Buitenlandse spelers)

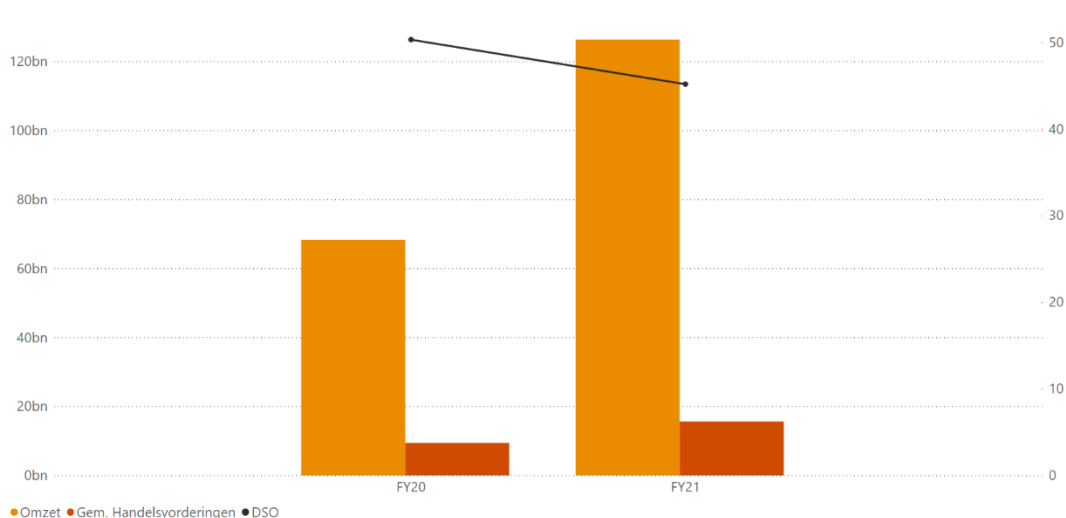
De netto werkkapitaalpositie ten opzichte van omzet is gestegen. Desondanks het feit dat de positie in handelsvorderingen stijgt, zien we voornamelijk een verhoogd niveau van voorraad en handelsvorderingen. Dit kan gelinkt worden aan (i) een groeiend aantal klanten, (ii) een hogere prijs van energie en (iii) klanten die later betalen. Op basis van de beschikbare info kunnen we de oorzaak niet bepalen.



Figuur 19. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (Buitenlandse spelers)

Figuur 25 toont dat de buitenlandse spelers niet gespaard blijven van een stijgende last van werkkapitaal.

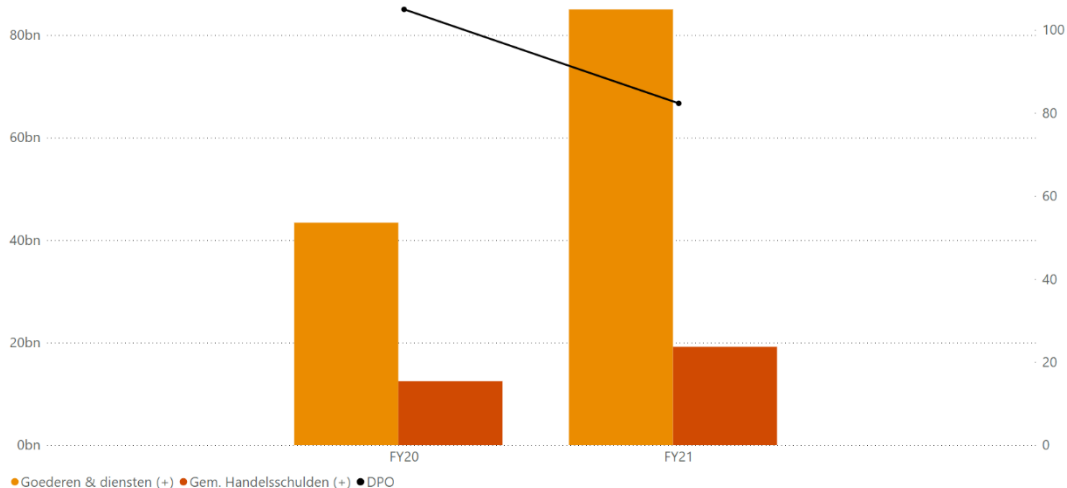
In Figuur 26 is te zien dat de omzet voor de buitenlandse spelers sterk stijgt tussen FY20 en FY21 als gevolg van de economische heropleving na de COVID19-crisis. Dankzij een snel stijgende omzet en een basiseffect<sup>10</sup> dat de gemiddelde handelsvorderingen relatief lager houdt, zien we een dalende DSO van 50 dagen naar 45 dagen in FY21. Dit is vergelijkbaar met het Europees gemiddelde.



Figuur 20. Evolutie van de DSO (Buitenlandse spelers)

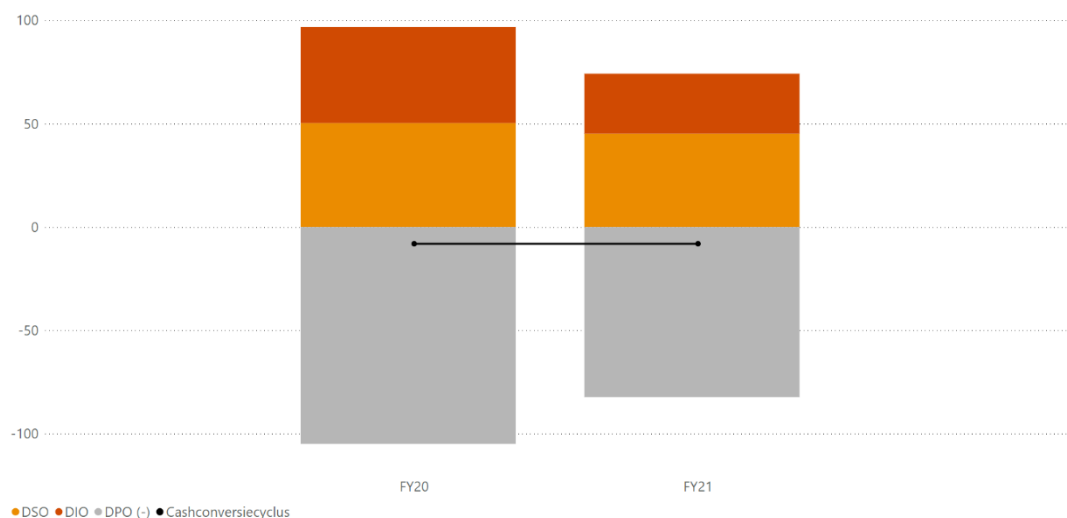
In Figuur 27 is hetzelfde beeld te zien voor de DPO. Alweer gaat het basiseffect ervoor zorgen dat de kosten van goederen en diensten sneller stijgen dan de handelsschulden, ondanks het feit dat voor de buitenlandse spelers de handelsschulden (en handelsvorderingen) van FY20 al artificeel laag liggen.

<sup>10</sup> Omdat er geen financiële data beschikbaar is voor de buitenlandse spelers pre-2020, gaat het basiseffect ervoor zorgen dat voor FY20 (vergeleken met de Belgische spelers) de gemiddelde handelsvorderingen en handelsschulden relatief lager gaan liggen. Inderdaad, bij de Belgische spelers gaan de hogere posities in handelsvorderingen en handelsschulden van FY19 bijdragen aan het gemiddelde voor FY20, wat niet het geval is voor de buitenlandse spelers.



Figuur 21. Evolutie van de DPO (Buitenlandse spelers)

Van FY20 naar FY21, gaan de stijgende kosten van goederen en diensten zorgen voor een DPO die daalt van 105 dagen naar 82 dagen. Alhoewel dit boven het Europees gemiddelde van 55 dagen uitkomt, lijkt dit niet onrustwekkend.



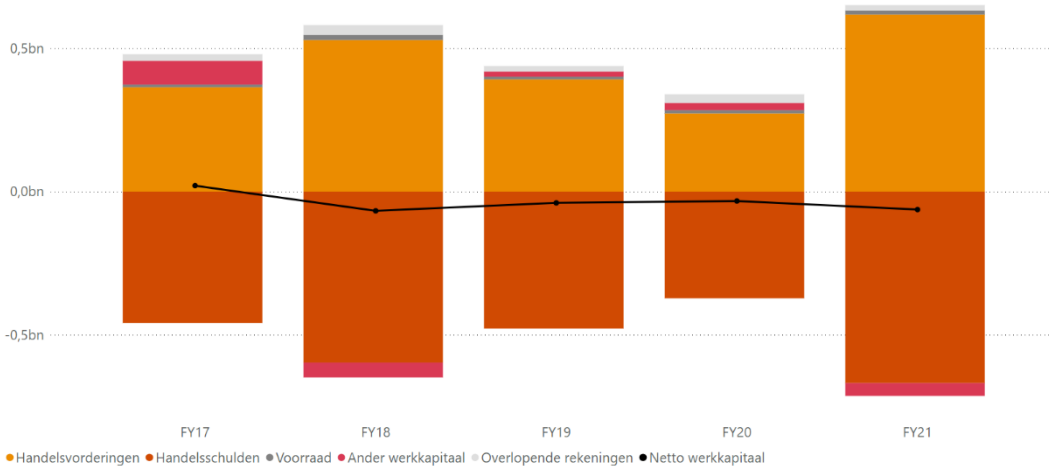
Figuur 22. Cashconversiecyclus (Buitenlandse spelers)

Op Figuur 28 is te zien dat de cashconversiecyclus stabiel blijft op -8 dagen dankzij proportioneel dalende DSO, DPO en DIO waarden. Concreet betekent dit dat de buitenlandse spelers het werkkapitaal kunnen gebruiken als financieringsbron.

Dit is een ander beeld dan er blijkt op basis van de evolutie van het werkkapitaal. We zien een verzwaring van de last van het werkkapitaal terwijl de DSO en DPO dalen, met een stabiele cashconversiecyclus. De brutomarge kan hiervan de oorzaak zijn. We merken dat de brutomarges dalen tussen FY20 en FY21 (zie verder in sectie 2.3.4): de kosten van goederen stijgen sneller dan de omzet. Dit betekent dat, als de handelsvorderingen en handelsschulden met dezelfde absolute waarde stijgen, de DSO hoger gaat uitkomen dan de DPO. Het effect op de teller is hetzelfde voor DSO en DPO, maar de noemer stijgt sneller voor de DPO, wat resulteert in een relatief lagere DPO waarde.

### **Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers)**

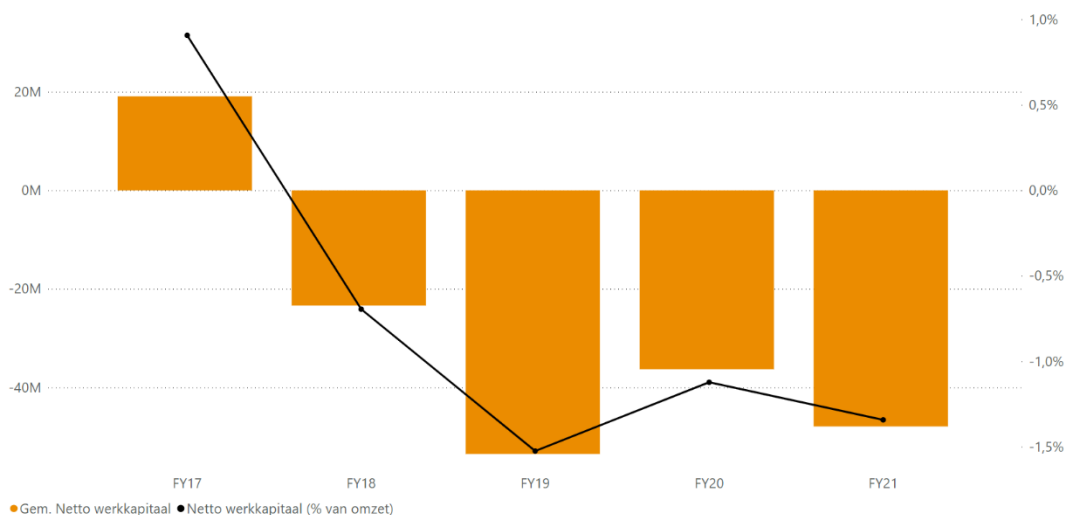
In Figuur 29 staat de samenstelling van het werkkapitaal voor de energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers).



Figuur 23. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

Als we de focus leggen op energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) dan zien we een algemeen dalende trend in de behoefte aan werkkapitaal. Dit kunnen we verklaren door een netto werkkapitaalpositie die min of meer stabiel blijft door het verhogen van de uitstaande handelsschulden ter compensatie van de groei in handelsvorderingen.

Een stabiel netto werkkapitaal gepaard met een stijgende omzet vertaalt zich in een dalende behoefte aan werkkapitaal als onderdeel van de operaties (Figuur 30). De leveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) vertonen een gezond beeld van werkkapitaalbehoefte, met een comfortabel niveau van -1,3% van omzet in FY21.



Figuur 24. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

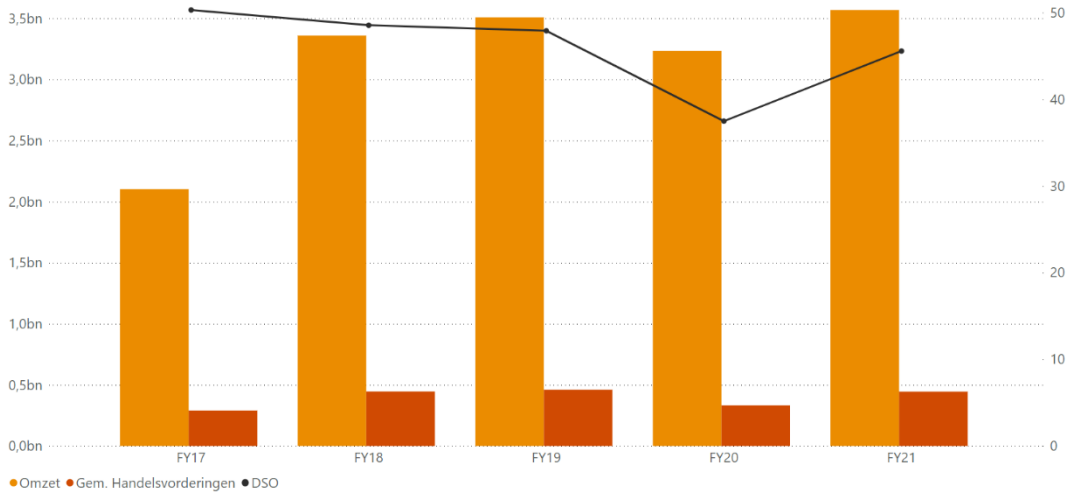
Alhoewel het netto werkkapitaal evenwichtig blijft, zien we in FY21 wel een forse groei in de componenten van het werkkapitaal (Figuur 29). Een dergelijke stijging kan het gevolg zijn van een slechtere inning van de handelsvorderingen. Dit wordt gecompenseerd door een stretch op de uitstaande leveranciersschulden. Deze maatregel kan niet oneindig doorgetrokken worden.

Met het oog op de evolutie van de DSO en DPO, merken we op dat de schommeling in handelsvorderingen en handelsschulden tussen FY19 en FY21 vrij beperkt is, met een kleine dip in FY20 (Figuur 31 en Figuur 32).

Alhoewel de gemiddelde DSO voor FY21 hoger uitkomt dan voor FY20 (Figuur 31), ligt de waarde voor FY21 onder het niveau van de DSO voor de periode FY17 tot FY19. De DSO evolueert van gemiddeld 50 in FY17 naar

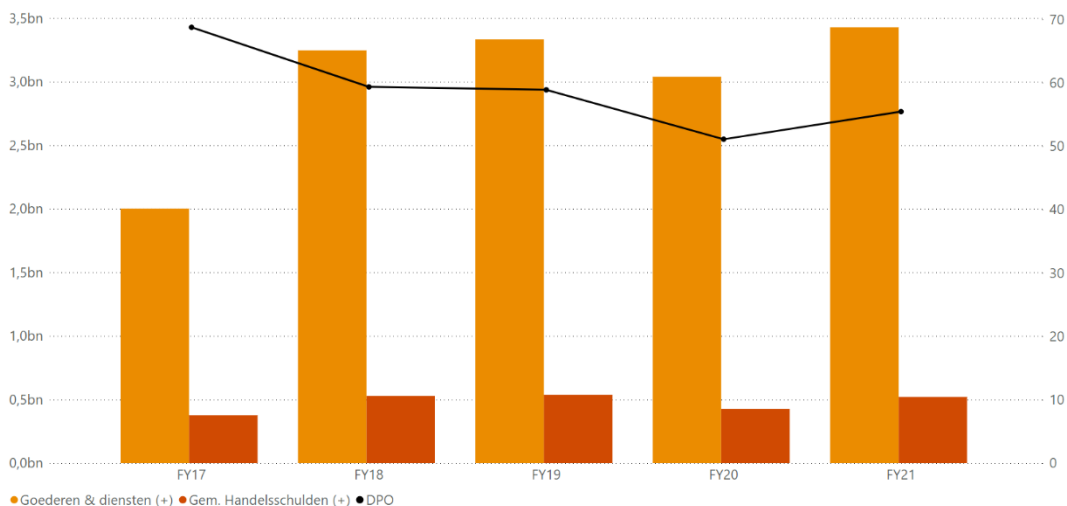
48 in FY19, tot uiteindelijk 46 dagen in FY21. Dit wordt verklaard door een omzet die sneller stijgt dan de handelsvorderingen, een mogelijk teken van betere inning van betalingen.

Tegen FY21 komt de gemiddelde DSO waarde van lokale spelers heel dicht te liggen bij het Europees gemiddelde van 45 dagen.



Figuur 25. Evolutie van de DSO (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

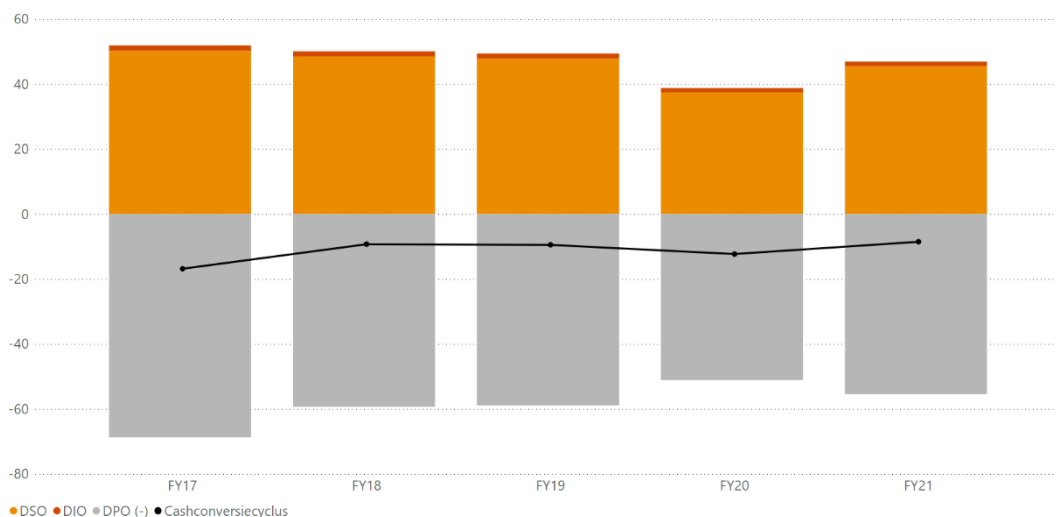
In Figuur 32 zien we een gelijkaardige evolutie voor de DPO, die van 69 dagen in FY17 daalt naar 55 dagen in FY21. Ook hier kunnen we de dynamiek uitleggen door kosten van goederen en diensten die sneller stijgen dan de handelsschulden.



Figuur 26. Evolutie van de DPO (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

De DPO van de leveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) ligt in FY21 in lijn met het Europees gemiddelde van 55 dagen. De DSO en DPO, alsook de handelsvorderingen en handelsschulden lijken dus op een gezond niveau te liggen.





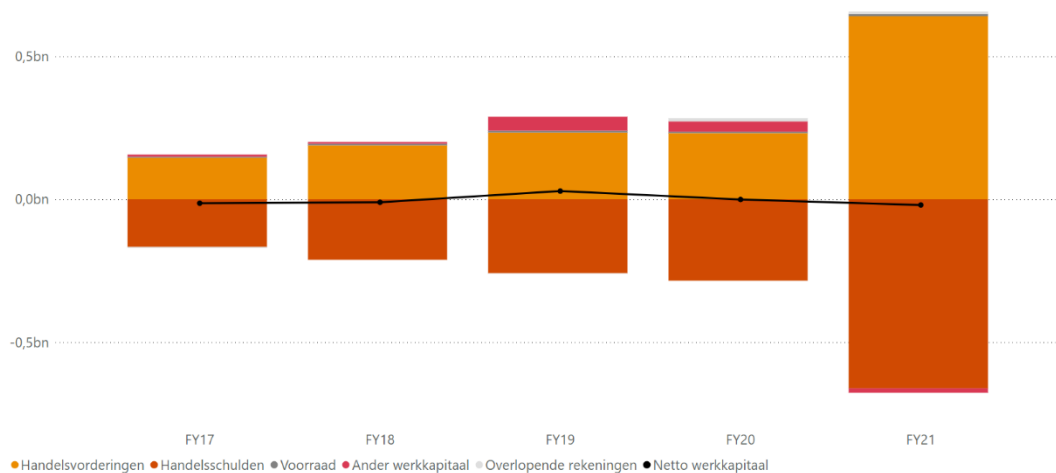
Figuur 27. Cashconversiecyclus (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

De DSO en DPO schetsen een gezond beeld van de lokale spelers, en we maken dezelfde bevinding voor de cashconversiecyclus (Figuur 33). Deze stijgt van gemiddeld -17 dagen in FY17 tot -9 dagen in FY21. Dit ligt aan een DPO die sneller daalt dan de DSO. Alhoewel we deze trend liefst zien omkeren, vertonen de leveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) nog steeds een efficiënt kasstroombeheer.

Deze lezing van de cashconversiecyclus ligt dan ook in lijn met de analyse van het werkkapitaal waar we een dalende last hadden opgemerkt.

### 2.3.1.3.3. Energieleveranciers zonder eigen productie

De grafiek van de samenstelling van het werkkapitaal voor de leveranciers zonder eigen productie (Figuur 39) schetst een ander beeld dan wat er te zien was voor de andere groepen.



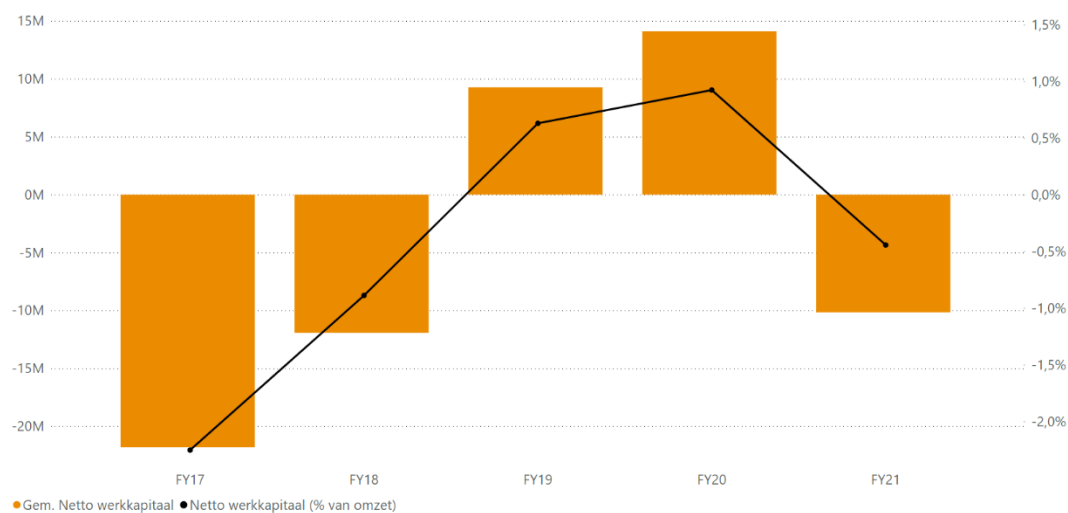
Figuur 28. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (Energieleveranciers zonder eigen productie)

Hier observeren we tussen FY17 en FY21 een vrij stabiel niveau van netto werkkapitaal met een lichte daling naar FY21 toe. Alhoewel deze daling als een positieve evolutie kan worden gezien, moet bekeken worden waarom de behoefte aan werkkapitaal daalt. Wat we zien is een balans van handelsschulden die sneller stijgt dan de vorderingen. Een mogelijke uitleg hiervoor kan zijn:

- (i) Leveranciers zonder productie proberen hun kasstroom te optimaliseren en compenseren een hogere uitstaande positie van handelsvorderingen door verder te rekken op de uitstaande handelsschulden, of

- (ii) Kosten van goederen en diensten zijn gestegen in FY21, waardoor handelsschulden zwaarder doorwegen op de balans van de leveranciers zonder productie.

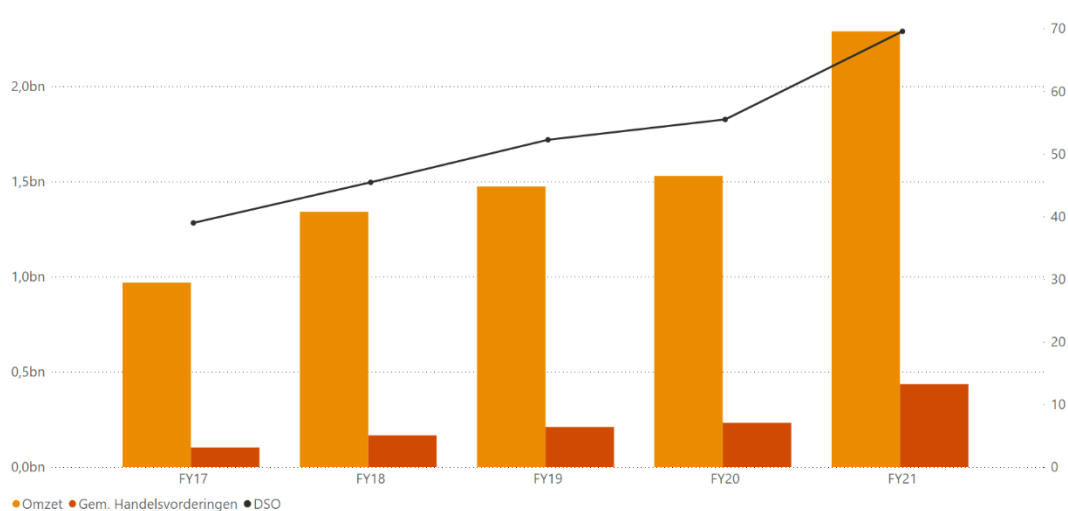
Wat betreft de relatie tussen het netto werkkapitaal en de omzet, zien we in Figuur 40 een duidelijke trend omhoog van FY17 tot FY20, met een scherpe omkering in FY21 dankzij de relatief snelle groei aan handelsschulden.



Figuur 29. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (Energieleveranciers zonder eigen productie)

De trend die we hier hebben geïdentificeerd analyseren we verder vanuit het oogpunt van DPO (zie hieronder) en vanuit rendabiliteit (Sectie 2.3.4).

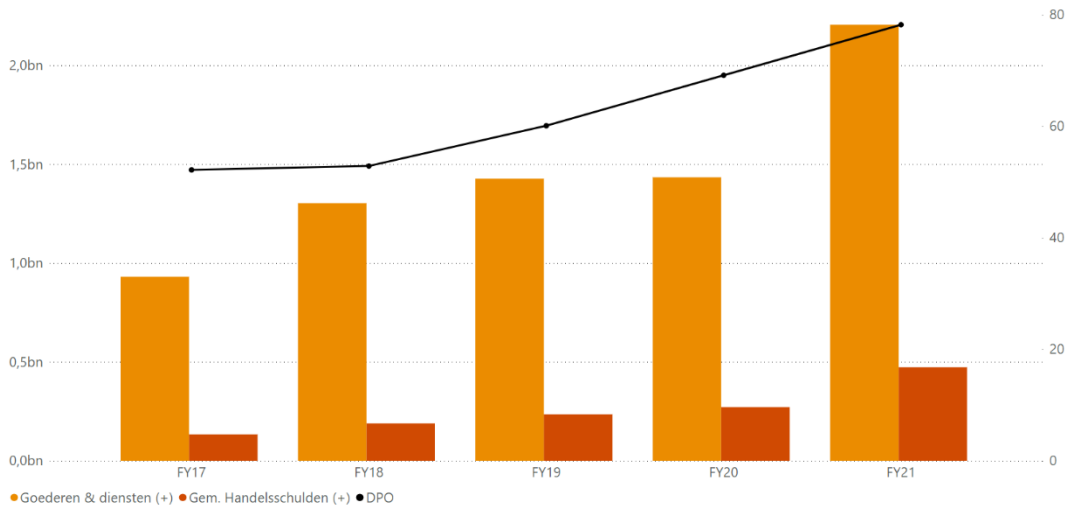
Bij de leveranciers zonder productie is er een duidelijke opmars in de waarde van de DSO (Figuur 41). Dit wordt verklaard door een snellere groei in de handelsvorderingen dan in de omzet, wat mee verklaart waarom de last van het werkkapitaal daalt in FY21.



Figuur 30. Evolutie van de DSO (Energieleveranciers zonder eigen productie)

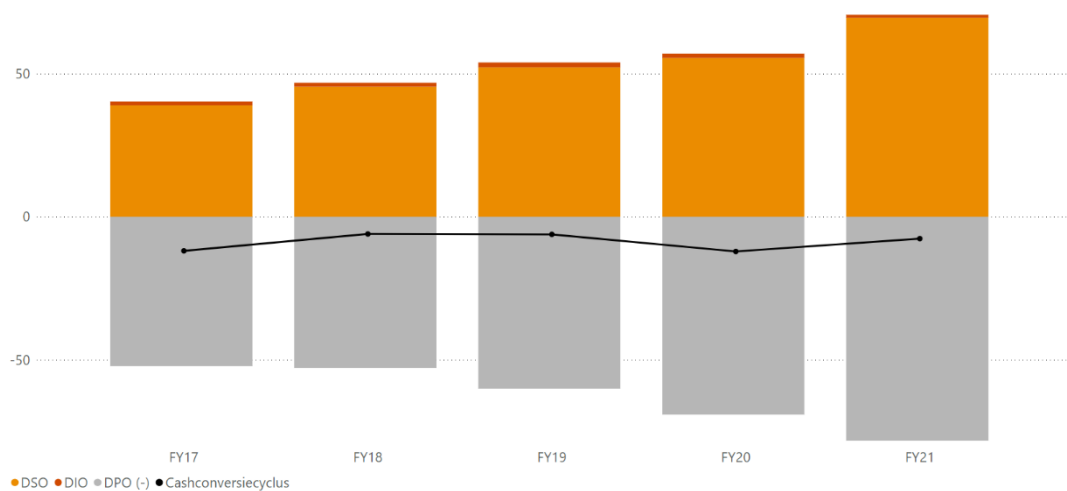
Uit de bevindingen rond de DSO lijkt het dat, alhoewel de omzet van leveranciers zonder productie is gegroeid, (i) dit gebeurde ten koste van de kwaliteit van de samenstelling van het klantenbestand, of (ii) dat hun inning van betalingen niet gepast was voor deze groei. Dit leidt tot een DSO die van 40 dagen in FY17 evolueert naar 70 dagen in FY21. Deze waarde ligt boven het Europees gewogen gemiddelde van 45 dagen.

Ter compensatie van een stijgende DSO, zien we een DPO die dezelfde trend volgt. Ook al blijft het netto werkkapitaal zo onder controle, een stijgende DPO-waarde geeft aan dat het bedrijf zich deels financiert via haar eigen leveranciers (schuldeisers). Dit is te zien in de onderstaande grafiek (Figuur 42).



Figuur 31. Evolutie van de DPO (Energieleveranciers zonder eigen productie)

Zoals aangegeven, volgt de DPO dezelfde trend als de DSO. Zo gaat die van gemiddeld 52 dagen in FY17 naar 76 dagen in FY21. Dit is hoger dan de Europese gemiddelde waarde van 55 dagen. Aangezien deze waarde onder de 90 dagen ligt beschouwen we dit nog gangbaar.



Figuur 32. Cashconversioncyclus (Energieleveranciers zonder eigen productie)

Omdat de DSO en DPO dezelfde opwaartse trend volgen is de impact op de cashconversioncyclus gematigd (Figuur 43). Deze is gemiddeld -8 dagen in FY21, wat een lichte verbetering is ten opzichte van FY18 en FY19.

De evolutie van de cashconversioncyclus sluit dicht aan bij de evolutie van het netto werkkapitaal.

## 2.3.2. Liquiditeit

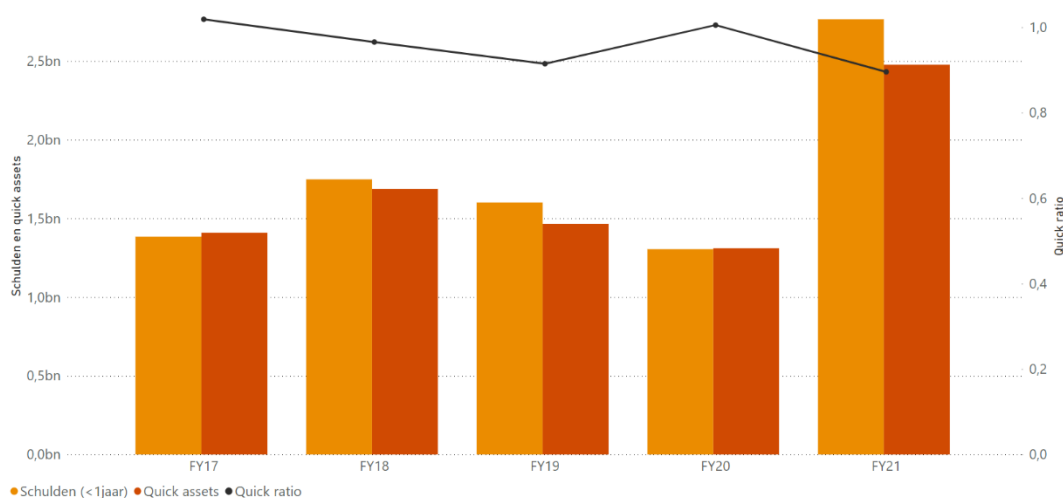
Liquiditeit is het tweede thema dat in detail wordt bekeken. Liquiditeitsratio's geven aan hoe gemakkelijk een bedrijf haar kortlopende schulden kan betalen. Meestal gebeurt dit door bepaalde vlottende activa om te zetten naar liquide middelen.

We analyseren de quick ratio en de cash ratio. De current ratio wordt buiten beschouwing gelaten omwille van haar te ruime definiëring. De drie ratio's meten immers nagenoeg hetzelfde, maar de quick en cash ratio zijn strenger, gezien zij minder posten langs de activazijde meenemen. We verwijzen naar sectie 2.1.3 voor meer details.

### 2.3.2.1. Samenvatting

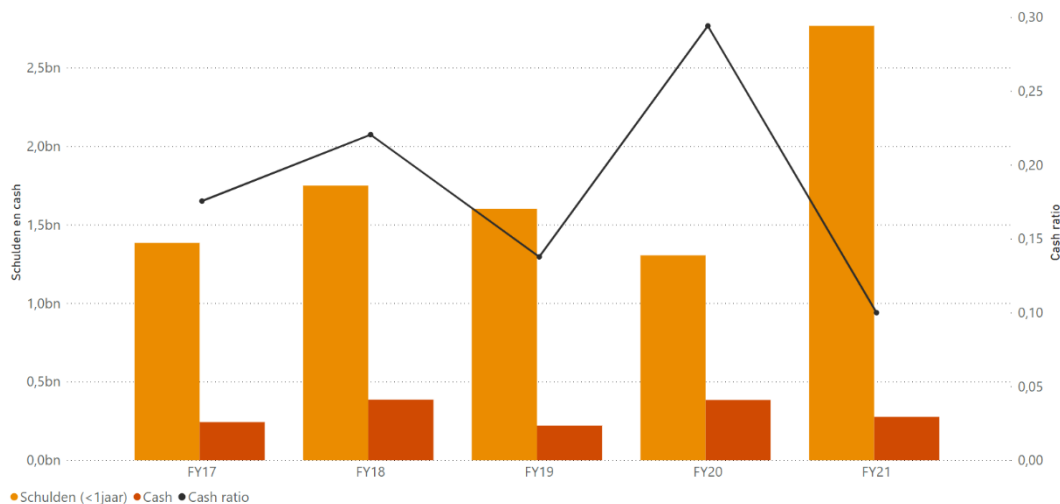
In het algemeen zien we een vrij stabiele trend in de quick ratio, maar een verzwakking in de cash ratio. De meeste energieleveranciers vertonen een quick ratio boven de 0,6 terwijl een aanzienlijk aantal leveranciers een cash ratio onder de 0,1 heeft.

Bij de quick ratio gaan we ervan uit dat de handelsvorderingen kunnen worden benut om kortlopende schulden af te betalen. Zoals eerder vastgesteld in de analyse van het werkkapitaal, hebben de meeste leveranciers hun handelsschulden laten stijgen ter compensatie van de hogere handelsvorderingen. Dit zorgt voor een vrij stabiele trend in de quick ratio, omdat teller en noemer grotendeels proportioneel evolueren. Figuur 63 toont dit aan.



Figuur 33. Quick ratio (algemeen beeld)

Daarentegen stellen we vast dat de evolutie van de cash ratio een minder positieve uitkomst toont. Ook al zien we een groei in handelsvorderingen, we kunnen niet hetzelfde zeggen over de balans aan liquide middelen. Als gevolg hiervan blijft de teller (de balans van liquide middelen) ongeveer stabiel, terwijl de noemer (kortlopende schulden) snel groeit. Dit zorgt voor een verzwakking in de cash ratio. Figuur 64 toont dit aan.



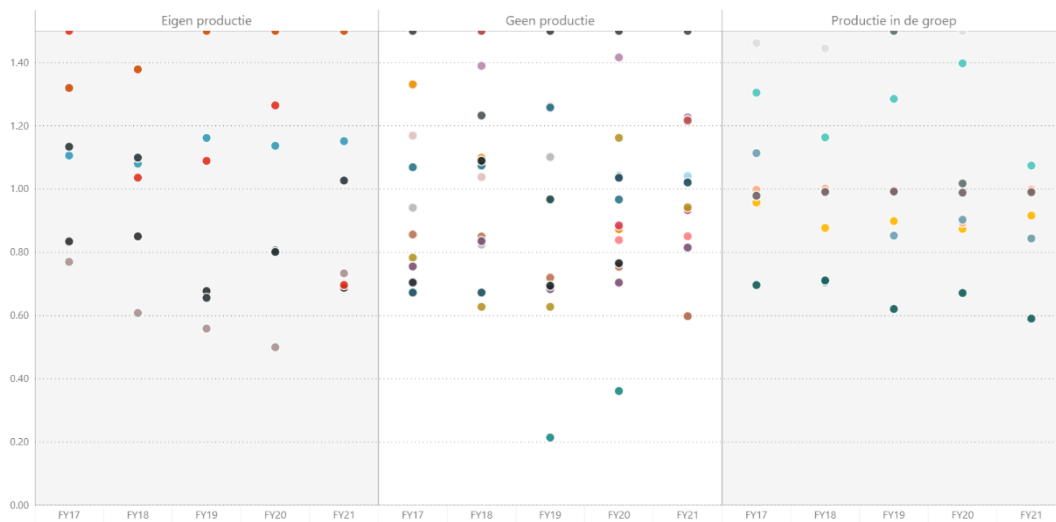
Figuur 34. Cash ratio (algemeen beeld)

De conclusie die we hieruit kunnen trekken gaat gepaard met de conclusie uit de analyse van het werkkapitaal. De algemene trend naar grotere posities in handelsvorderingen en handelsschulden (zolang deze evolutie proportioneel gebeurt) gaat zich op het eerste gezicht niet weerspiegelen in de berekening van de last van het netto werkkapitaal alsook niet in de quick ratio. We zien de trend wel opduiken in strengere benaderingen zoals de cash ratio die dan ook een fragieler beeld schetst van de energieleveranciers. Zoals eerder besproken behouden de meeste spelers hun operationele efficiëntie ten koste van economische weerbaarheid. Liquide middelen die op de balans blijven staan worden immers niet geïnvesteerd om voor aandeelhoudersrendement te zorgen. Daarentegen zorgen liquide middelen wel voor een buffer om schokken te kunnen opvangen. Het is dus belangrijk dat een bedrijf hier het juiste evenwicht vindt, afhankelijk van hun operationeel model en andere factoren, en dat ze genoeg liquide middelen behouden om schokken op te vangen.

### 2.3.2.2. Algemeen overzicht

#### 2.3.2.2.1. Evolutie quick ratio

Onderstaande figuur geeft een algemeen idee over hoe de verschillende energieleveranciers zich ten opzichte van elkaar verhouden volgens hun quick ratio. Om de grafiek beter leesbaar te maken werd de financiële ratio begrensd tussen 0 en 1,5 met slechts 5 spelers die de grens overschrijden. Bemerkt dat de spelers die boven 1,5 liggen, zich in een positieve situatie bevinden. Hun vlottende activa die mee opgenomen worden in de teller van de berekening van de quick ratio, zijn meer dan 50% hoger dan de kortlopende schulden. Dit kan als positief worden beschouwd gezien deze vlottende activa op korte termijn worden omgezet in liquide middelen en kunnen dienen voor het terugbetalen van de korte termijnschulden.

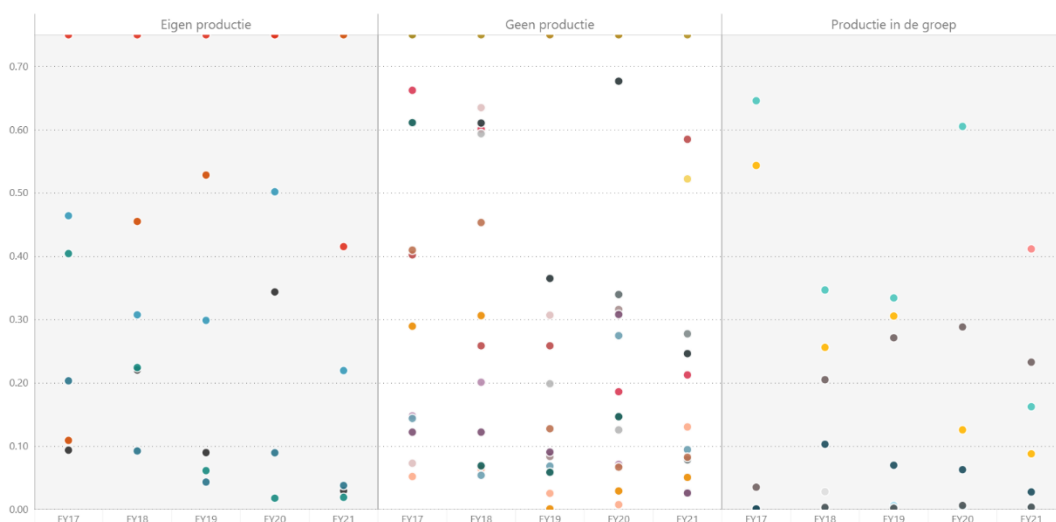


Figuur 35. Verdeling quick ratio

Op het eerste gezicht lijken de energieleveranciers het behoorlijk goed te doen op vlak van liquiditeit. Zo bevindt het merendeel zich boven de West-Europese benchmark van 0,5 wat betreft de quick ratio. Enkele leveranciers met eigen productie en zonder productie situeren zich dan weer op een niveau dat als redelijk laag kan aanzien worden.

### 2.3.2.2. Evolutie cash ratio

Onderstaande figuur toont hoe de verschillende energieleveranciers zich ten opzichte van elkaar verhouden volgens hun cash ratio. Om de grafiek beter leesbaar te maken werd de financiële ratio begrensd tussen 0 en 0,75. Slechts twee energieleveranciers hebben een cash ratio boven de 0,75, wat als positief kan worden beschouwd.



Figuur 36. Verdeling cash ratio

De figuur toont een uiteenlopend beeld dat – in tegenstelling tot wat we eerder bij de quick ratio zagen – niet langer uitsluitend de positieve kant opgaat. Zo bevinden meer en meer energieleveranciers zich in een situatie waarbij de cash ratio een laag niveau bereikt. Dit lijkt vooral bij de leveranciers zonder productie het geval te zijn. De bespreking die volgt zal dit gaandeweg duidelijk maken.

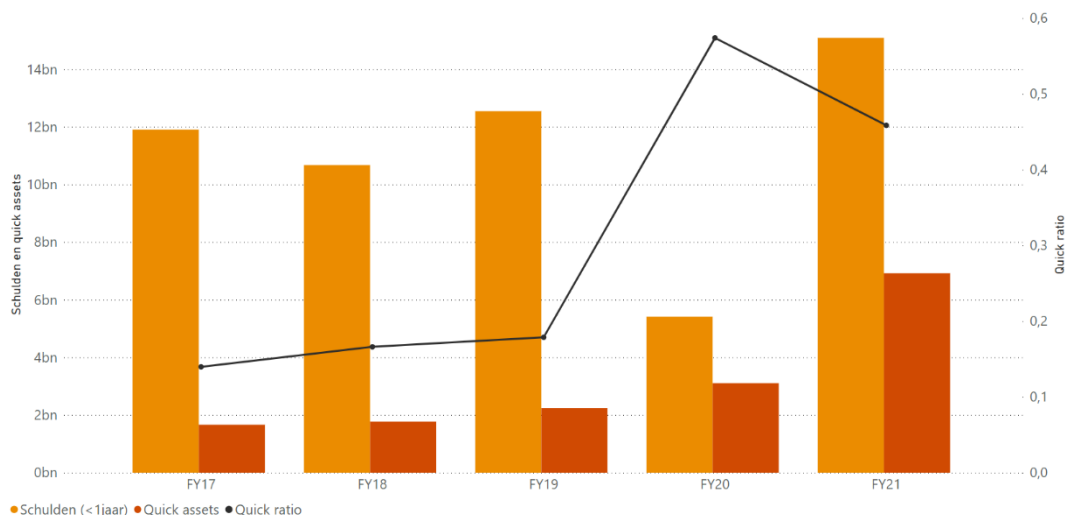
In wat volgt wordt dieper ingegaan op de evolutie van de respectievelijke groepen, hun onderlinge verschillen, plaatselijke uitschieters en de eind 2021 failliet gegane leveranciers.

### 2.3.2.3. Analyse per categorie

#### 2.3.2.3.1. Energieleveranciers met eigen productie

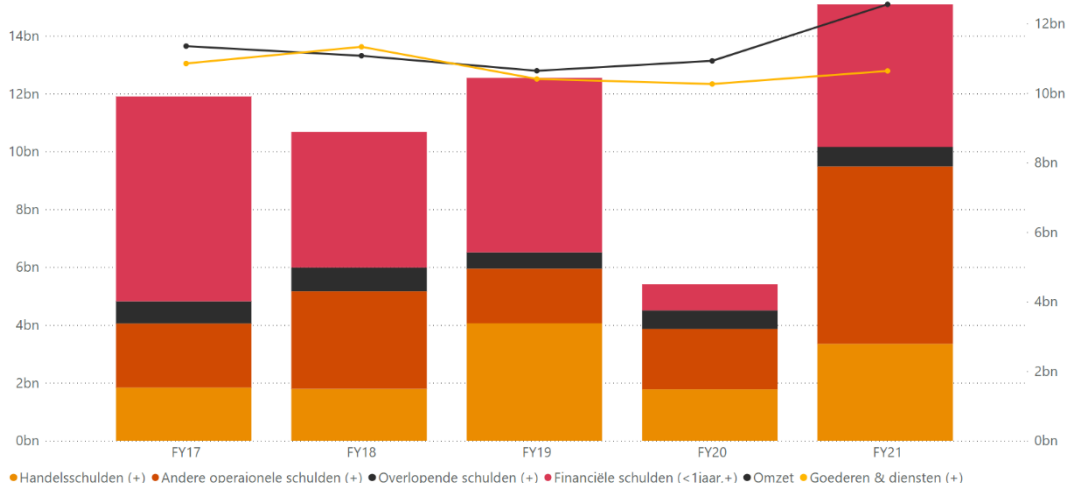
##### Electrabel nv

Net zoals voor werkkapitaal beoordelen we Electrabel nv als een aparte entiteit (zie sectie 2.2). De evolutie van haar quick ratio en bestanddelen, zijnde kortlopende schulden en vlottende activa die in de berekening worden meegenomen, staan in Figuur 67. De twee daaropvolgende figuren gaan dieper in op die bestanddelen.



Figuur 37. Evolutie quick ratio (Electrabel nv)

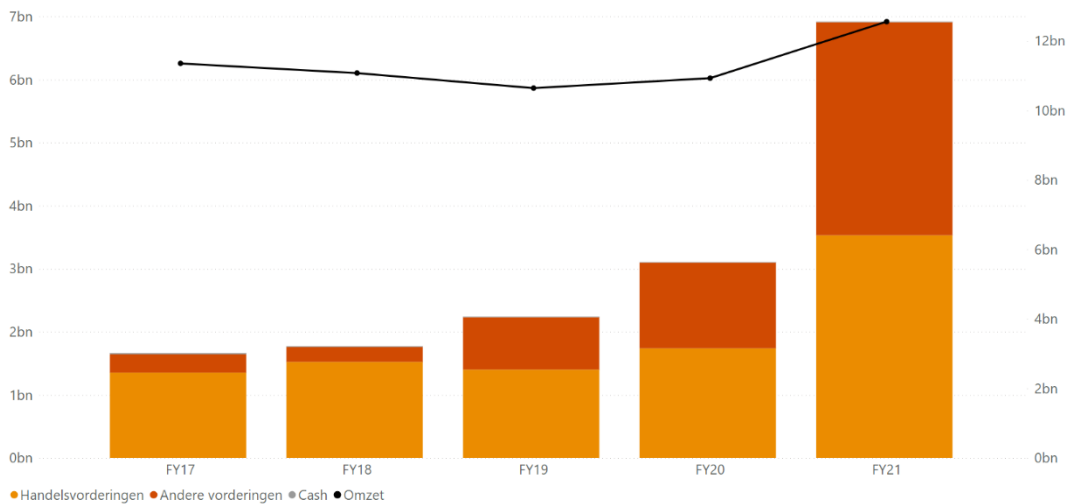
Initieel houdt Electrabel nv haar quick ratio op een vrij constant niveau dat aan de lage kant lijkt te zijn. In FY20 krijgt de ratio een serieuze boost om het jaar erop terug sterk te gaan afnemen. Deze toe- en afname wordt grotendeels gedreven door sterke wijzigingen in de positie van kortlopende schulden.



Figuur 38. Evolutie kortlopende schulden (Electrabel nv)

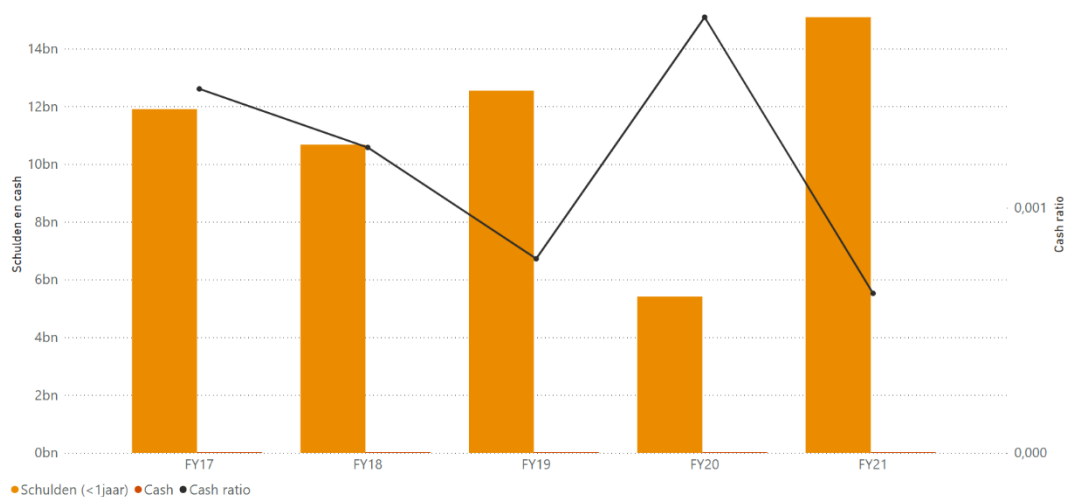
Wanneer we de kortlopende schulden meer in detail bekijken in Figuur 68, lijken veranderingen in de kortlopende financiële schulden de hoofdoorzaak te zijn. Een mogelijke verklaring hiervoor kan uitstel van betaling aan de bank zijn. Verschillende ondernemingen hadden hier in FY20 recht op bij moeilijkheden ten gevolge van de coronapandemie. Deze betalingen dienden een jaar later, in FY21, terug ingehaald te worden. Dit is echter een veronderstelling die wij maken.

Daarnaast tonen we in onderstaande figuur nog de evolutie van de quick activa (Figuur 69), die in FY21 grotendeels gedreven zijn door de positie “Andere vorderingen”. Door het gebrek aan detailgegevens kan er moeilijk gezegd worden wat deze rekeningen juist bevatten.



Figuur 39. Evolutie quick assets (Electrabel nv)

Wanneer we de cash ratio (Figuur 70) bekijken, merken we een ander beeld. We zien een extreem lage cash ratio, waar de schommelingen volledig gedreven zijn door de fluctuaties in de waarde van de kortlopende schulden. De liquide middelen van Electrabel nv zijn goed voor een waarde van €9,8 miljoen in FY21, vergeleken met kortlopende schulden van €15,1 miljard oftewel meer dan een tienvoud van de liquide middelen.



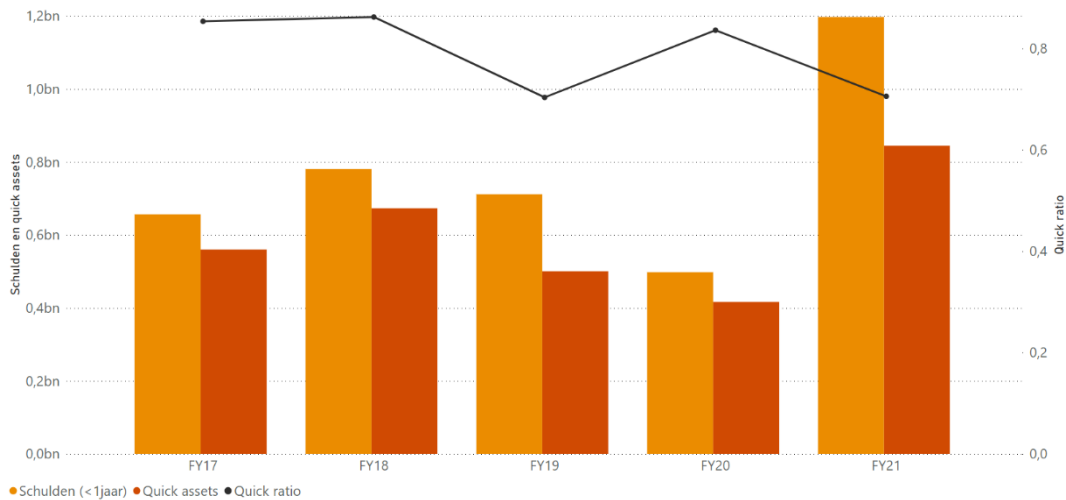
Figuur 40. Evolutie van de cash ratio (Electrabel nv)

Als we afgaan op de cash ratio, scoort Electrabel nv op het vlak van liquiditeitsbeheer minder goed.

### **Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv)**

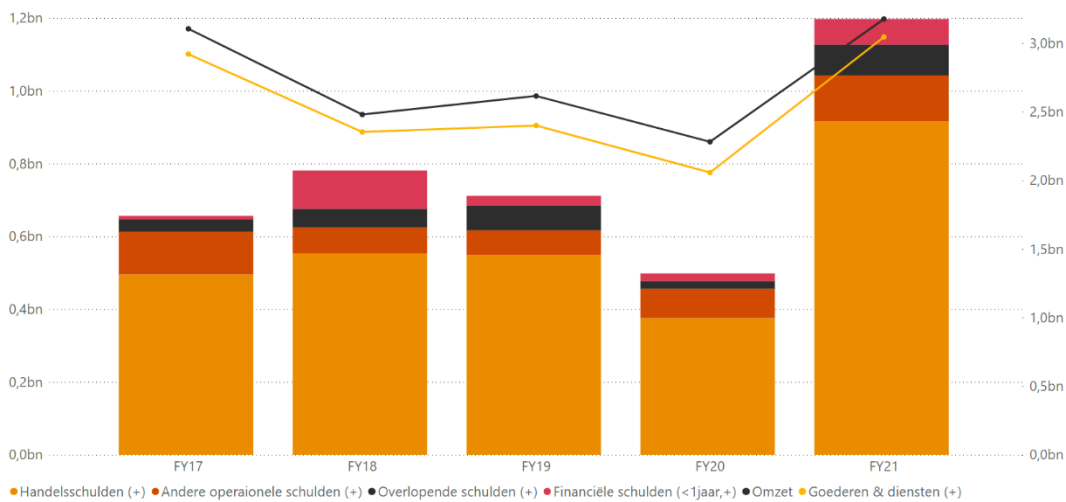
De evolutie van de quick ratio en haar bestanddelen van de energieleveranciers met eigen productie (zonder Electrabel nv) staan in Figuur 71. Figuur 72 en Figuur 73 tonen de bestanddelen van de financiële ratio: de kortlopende schulden en vlottende activa.





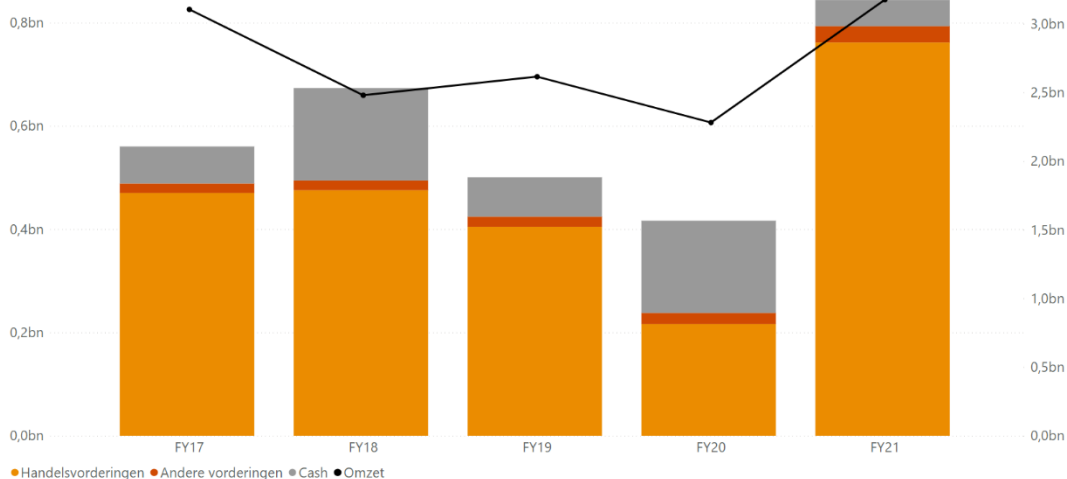
Figuur 41. Evolutie quick ratio (Energieleveranciers met eigen productie excl. Electrabel nv)

De quick ratio van de andere energieleveranciers met eigen productie ligt duidelijk hoger dan bij Electrabel nv (Figuur 71), doordat de niveaus van de kortlopende schulden en de quick activa in lijn liggen met elkaar. We merken dus een licht dalende trend.



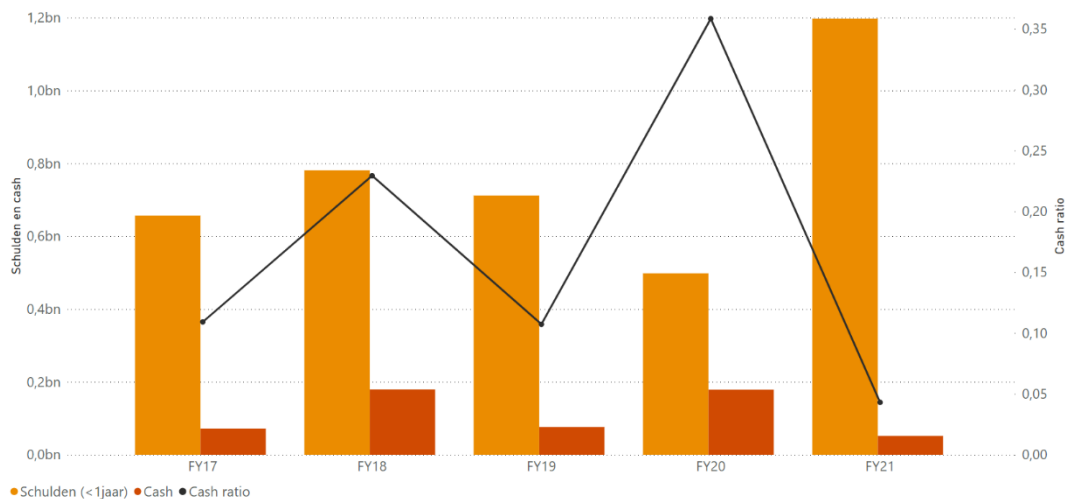
Figuur 42. Evolutie kortlopende schulden (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

In FY19 is de lagere quick ratio hoofdzakelijk toe te schrijven aan een sterke daling van de quick activa, meer bepaald liquide middelen en geldbeleggingen (Figuur 73). Andere jaren vormen fluctuaties in kortlopende schulden, voornamelijk gedreven door handelsschulden, de reden voor de evolutie van de ratio (Figuur 72). Gezien het gelijkaardig verloop ervan met de omzet, lijkt het ratiogedrag sterk gerelateerd met de economische situatie die het niveau van operationele activiteiten bepaalt.



Figuur 43. Evolutie quick assets (Energieleveranciers met eigen productie excl. Electrabel nv)

Ondanks de licht dalende trend in de quick ratio kan men toch stellen dat de energieleveranciers met eigen productie zonder Electrabel nv zich in een relatief gunstige liquiditeitspositie bevinden.



Figuur 44. Evolutie cash ratio (Energieleveranciers met eigen productie excl. Electrabel nv)

De evolutie van de cash ratio toont een gelijkaardig verloop als bij Electrabel nv, maar bevindt zich op een hoger niveau (Figuur 74). Zo doen de andere energieleveranciers met eigen productie het beter dan Electrabel nv voor wat betreft het beheer van hun liquide middelen.

De cash ratio voor de andere energieleveranciers met eigen productie bevindt zich over de voorbije 5 jaar lager dan het Europees gemiddelde van 0,2. Daarbij is een dalende trend merkbaar in het niveau van de cash ratio, waarbij deze zakt tot amper 0,04 voor de andere energieleveranciers met eigen productie in FY21. De pieken en dalen in de waarden van de cash ratio zijn te wijten aan fluctuaties in handelsschulden en in liquide middelen (Figuur 72) in tegenovergestelde richtingen. Zo zien we bijvoorbeeld tussen FY20 en FY21 de handelsschulden met circa 140% stijgen terwijl de liquide middelen met circa 70% dalen.

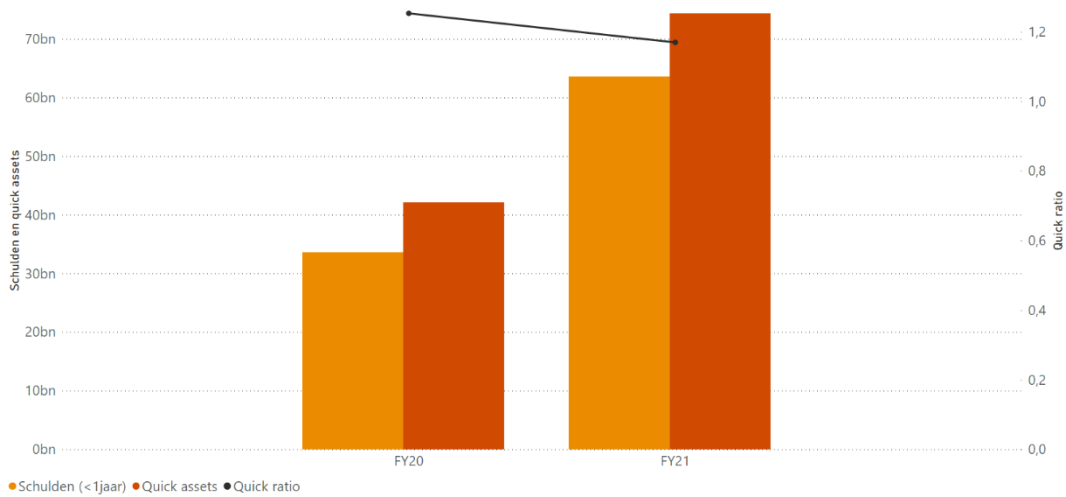
We concluderen dat de liquide middelen in FY21 zeer laag zijn gezakt ten opzichte van de kortlopende schulden. Ook al is het vanuit een operationeel standpunt niet optimaal om een hogere balans aan liquide middelen te hanteren, lijkt een iets grotere buffer comfortabeler om eventueel onvoorziene schokken op te vangen.

### 2.3.2.3.2. Energieleveranciers met productie in de groep

We bekijken de buitenlandse spelers opnieuw apart.

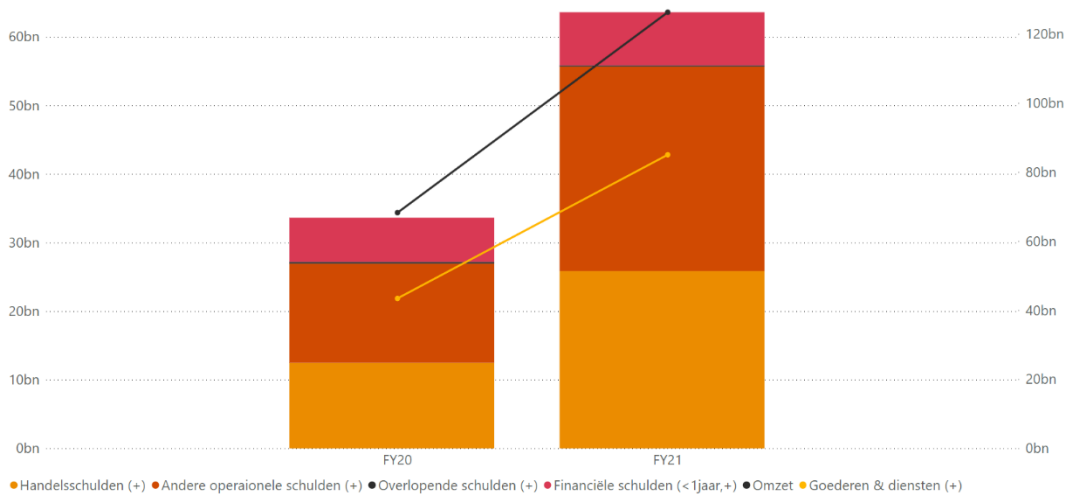
## Buitenlandse spelers

De evolutie van de quick ratio en haar bestanddelen van de buitenlandse spelers wordt weergegeven in Figuur 81. De twee daaropvolgende grafieken (Figuur 82 en Figuur 83) tonen de bestanddelen van de ratio.



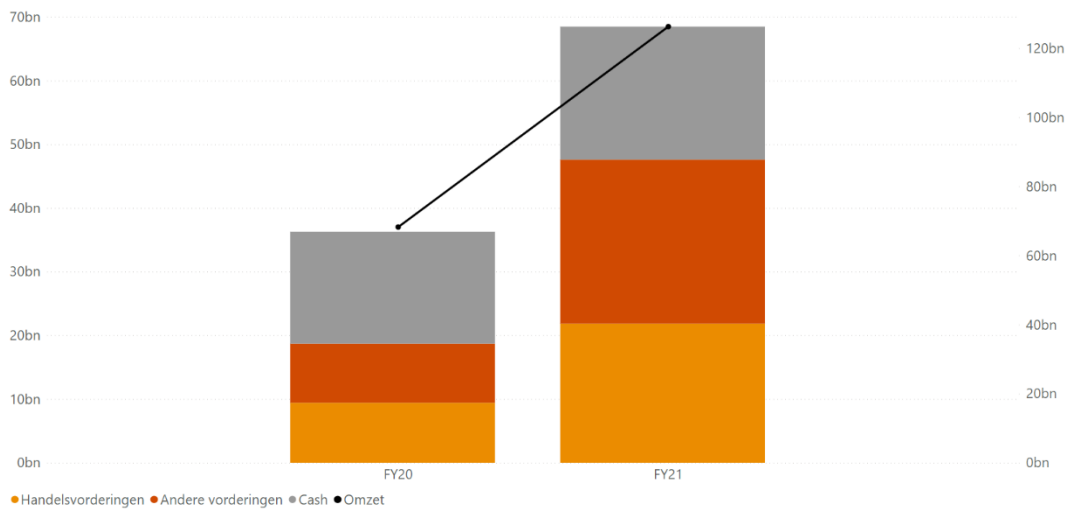
Figuur 45. Evolutie quick ratio (Buitenlandse spelers)

Aangezien we slechts over data van twee opeenvolgende boekjaren beschikken, bespreken we geen evolutie van de financiële ratio. Het volstaat te concluderen dat, met de West-Europese benchmark in ons achterhoofd, de buitenlandse spelers een gezonde quick ratio vertonen.



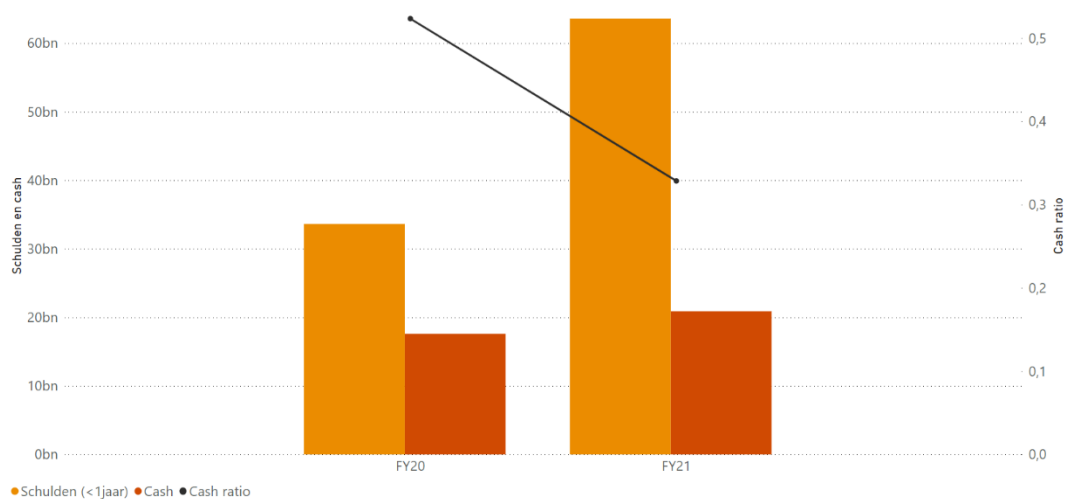
Figuur 46. Evolutie kortlopende schulden (Buitenlandse spelers)

Zoals we zien op Figuur 82 is de groei in kortlopende schulden gedreven door handelsschulden en andere operationele schulden en niet door toenemende financiële schulden.



Figuur 47. Evolutie quick activa (Buitenlandse spelers)

We merken een groei aan activa gedreven door de handelsvorderingen en andere vorderingen, met een cash balans die relatief stabiel blijft (Figuur 83). De toegenomen balans in handelsschulden en handelsvorderingen is gelinkt aan de groei van de economische activiteit tussen FY20 en FY21. Zowel de omzet als de kosten stijgen tussen FY20 en FY21.

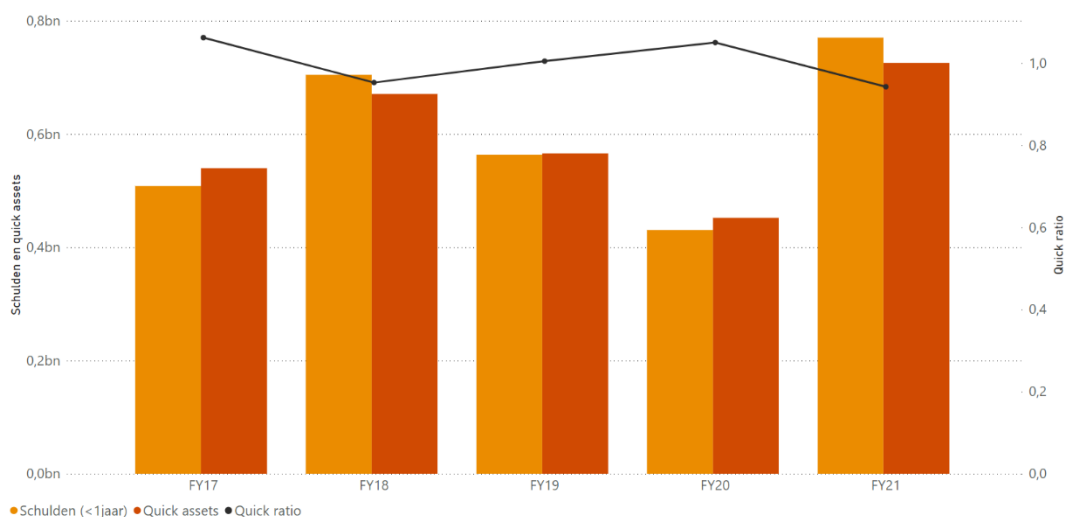


Figuur 48. Evolutie cash ratio (Buitenlandse spelers)

Omdat de liquide middelen relatief stabiel zijn gebleven ten opzichte van de kortlopende schulden zien we een cash ratio die daalt van 0,5 naar 0,3 wat nog altijd boven het Europees gemiddelde van 0,2 ligt. Wat de buitenlandse spelers betreft is er dus geen reden tot bezorgdheid.

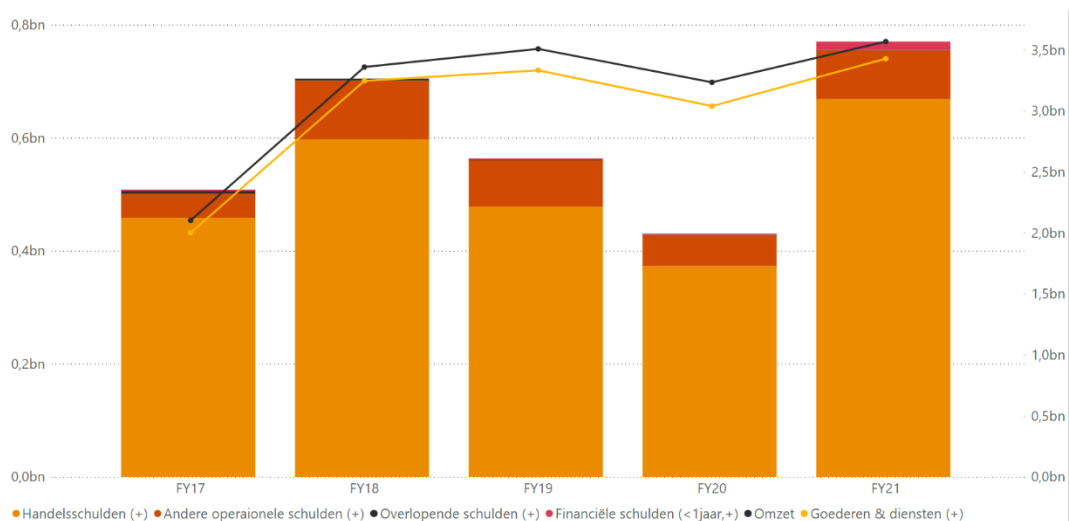
### **Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers)**

De evolutie van de quick ratio en haar bestanddelen voor energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) wordt weergegeven in Figuur 85. De twee daaropvolgende grafieken tonen opnieuw meer detail rond de onderliggende bestanddelen.



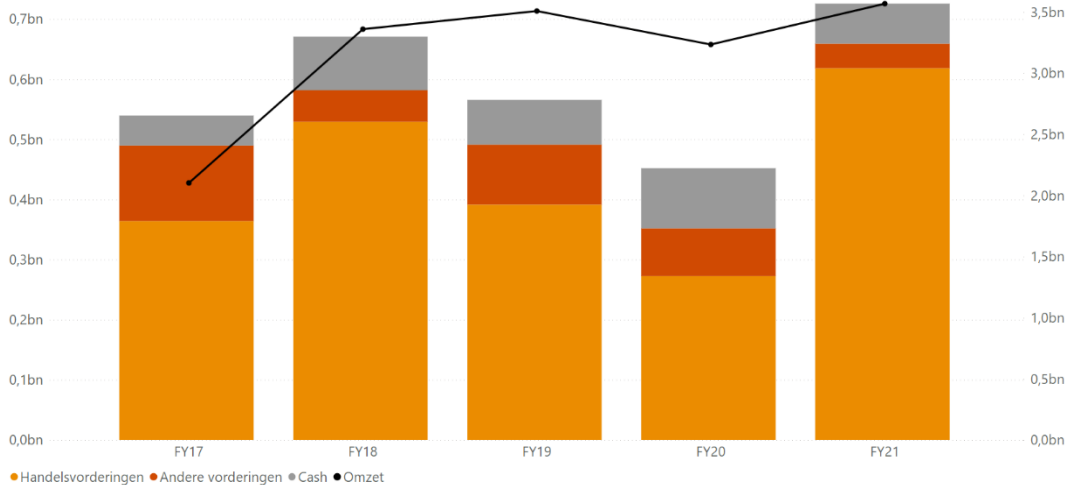
Figuur 49. Evolutie quick ratio (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

We zien een langzaam dalende trend, met een quick ratio die van 1,1 in FY17 gaat naar 0,9 in FY21. De schommelingen van de quick ratio worden telkens gedreven door een wijziging in de kortlopende schulden, meer bepaald handelsschulden. Het niveau van de handelsschulden wordt op zijn beurt gedreven door een verzwakking van de marges (Sectie 2.3.4.2), maar niet door werkkapitaaloptimalisatie waar handelsschulden worden gebruikt als bron van financiering, gezien de DPO nagenoeg constant blijft (Sectie 2.3.1.3 Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers)).



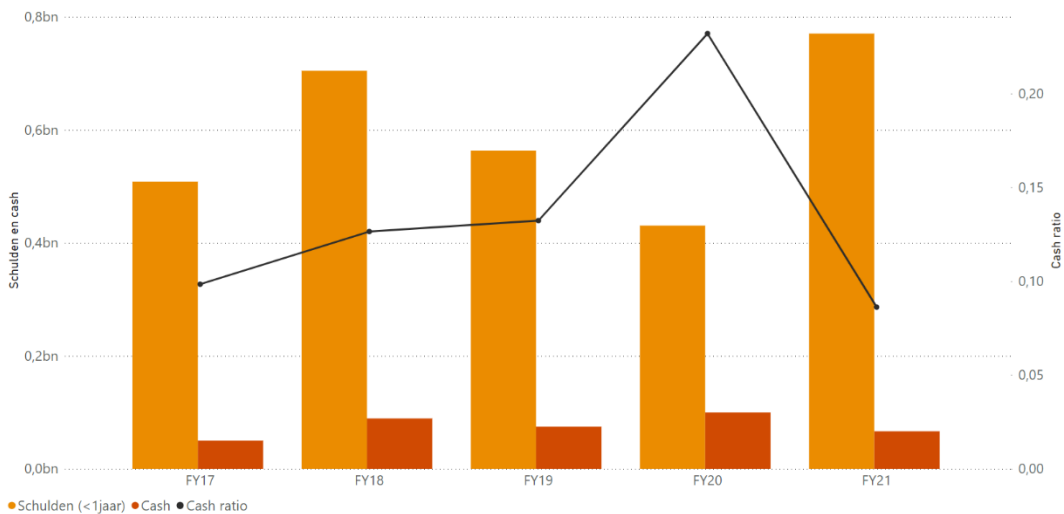
Figuur 50. Evolutie kortlopende schulden (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

De schommelingen in kortlopende schulden en in quick assets zijn gedreven door, respectievelijk, de handelsschulden en de handelsvorderingen (Figuur 86 en Figuur 87).



Figuur 51. Evolutie quick activa (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

De cash ratio is eerder volatiel, met een piek van 0,2 in FY20 gevolgd door een cash ratio op het laagste niveau in 5 jaar van 0,1 in FY21. Ook al is dit lager dan het Europees gemiddelde van 0,2, de lokale spelers zitten nog boven de Europese mediaan van 0,07 wat representatiever is voor de kleinere Europese spelers in de markt.

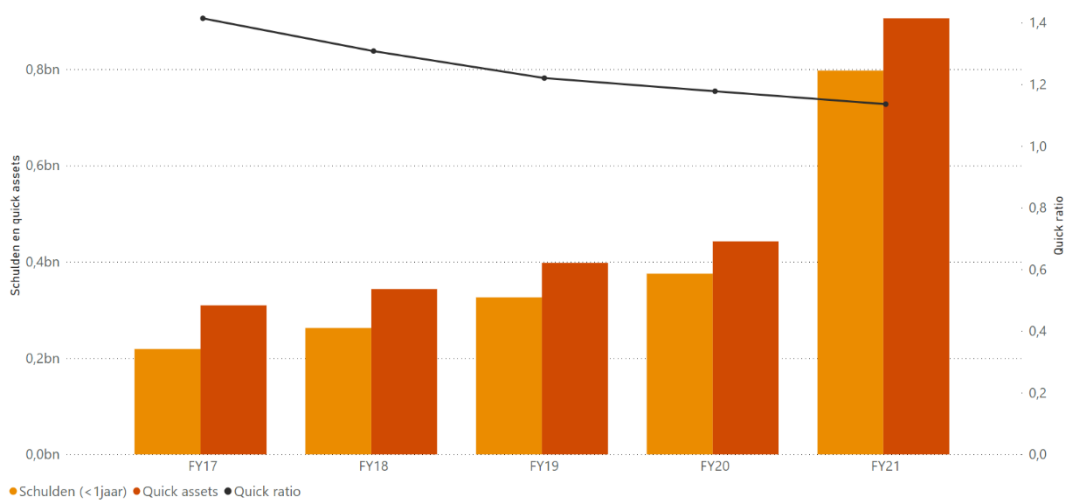


Figuur 52. Evolutie cash ratio (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

De fluctuaties van de cash ratio (Figuur 88) zijn uit te leggen door een balans aan liquide middelen die ongeveer constant gehouden wordt, terwijl de handelsschulden de economische activiteit nauwer volgen. Ook voor deze groep wordt de buffer om eventuele schokken in liquiditeit op te vangen, beperkter.

### 2.3.2.3.3. Energieleveranciers zonder productie

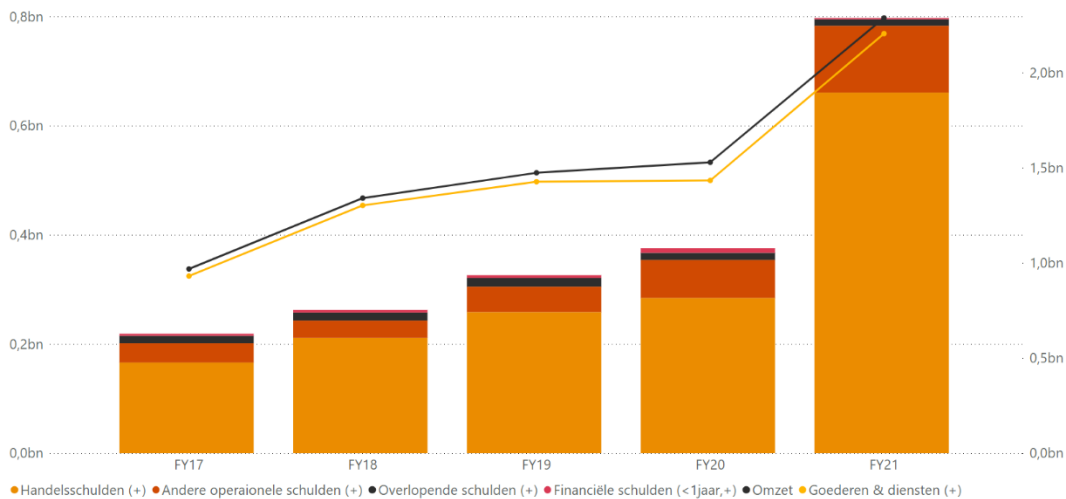
Onderstaande grafieken (Figuur 97, Figuur 98 en Figuur 99) geven de evolutie van de quick ratio en haar bestanddelen weer voor de leveranciers zonder eigen productie.



Figuur 53. Evolutie quick ratio (Energieleveranciers zonder productie)

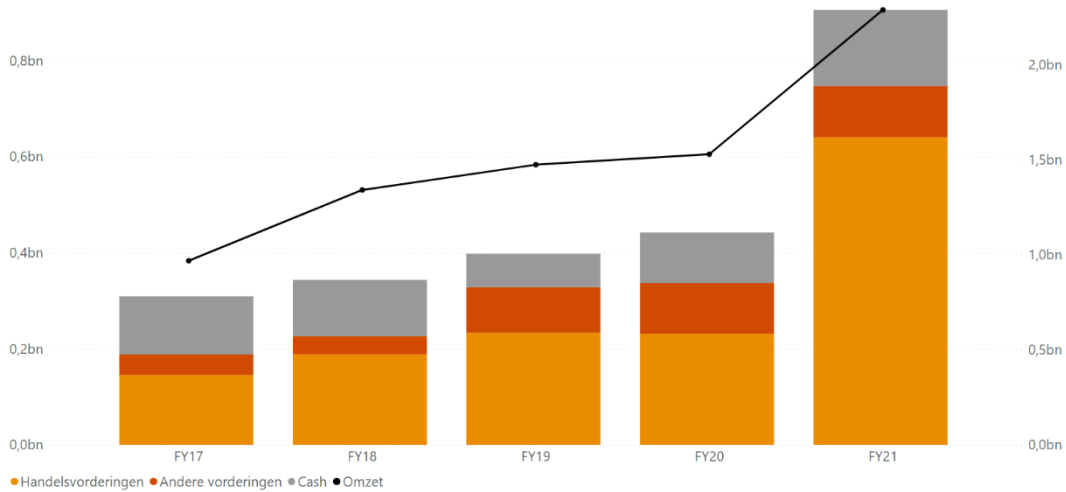
De quick ratio van de leveranciers zonder productie is gedaald is over de jaren heen van 1,4 in FY17 tot 1,1 in FY21, maar blijft op elk moment ruim boven het Europees gemiddelde. Deze daling kan gezien worden als een gezonde evolutie, gezien de daling gelinkt is aan het kasstroombeheer vanuit de werkkapitaalpositie. Dit komt overeen met de evolutie van het werkkapitaal, waar we in FY21 een daling in de last van het werkkapitaal vaststellen, gedreven door een groei in de handelsschulden.

Zoals Figuur 98 aantoont, zijn het de handelsschulden die het gros van de kortlopende schulden uitmaken.



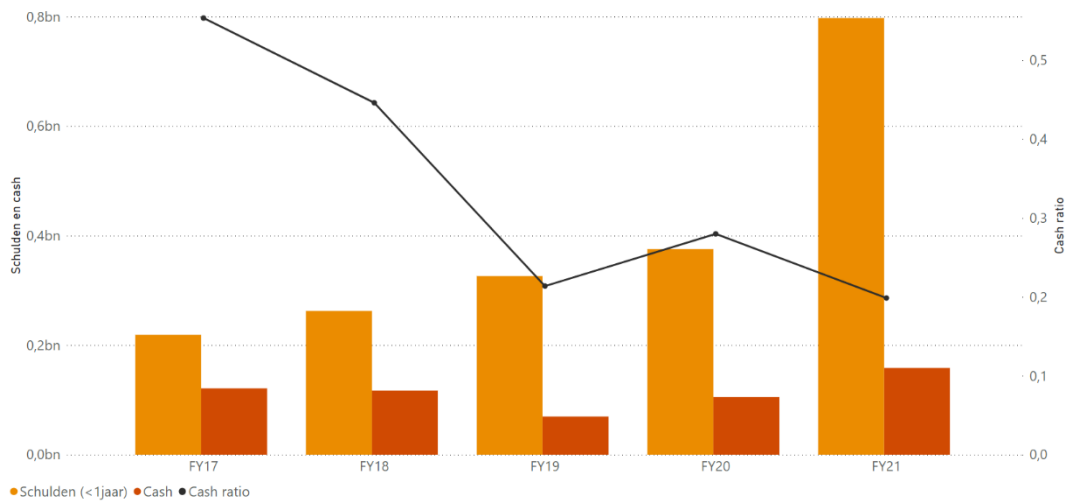
Figuur 54. Evolutie kortlopende schulden (Energieleveranciers zonder productie)

In Figuur 99 zien we ook een groei in handelsvorderingen die ervoor zorgt dat de quick ratio niet te laag zakt.



Figuur 55. Evolutie quick activa (Energieleveranciers zonder productie)

Ook voor de cash ratio (Figuur 100) merken we een dalende trend, met een ratio die van 0,6 in FY17 evolueert naar 0,2 in FY21, dit is gelijk aan het Europees gemiddelde. Ook voor deze categorie leveranciers is de mogelijkheid om op korte termijn liquiditeitsschokken op te vangen, sterk gedaald overheen de voorbije jaren, maar de cash ratio lijkt nog steeds voldoende hoog.



Figuur 56. Evolutie van de cash ratio (Energieleveranciers zonder productie)



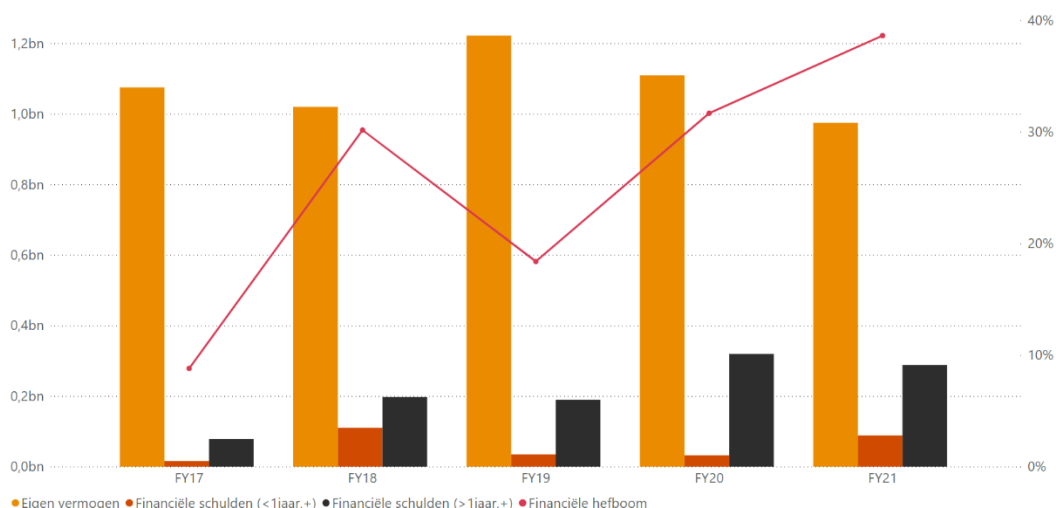
### 2.3.3. Solvabiliteit

De derde categorie van ratio's die we in detail bestuderen, betreft solvabiliteit. Dit is het vermogen van een bedrijf om haar schulden en financiële verplichtingen zowel op lange termijn (financiële hefboomwerking en dekkingsgraad van de financiële schulden) als op kortere termijn (dekkingsgraad van de schuldenlast) na te komen. Om hier een zicht op te krijgen, worden volgende financiële ratio's beoordeeld: financiële hefboomwerking, dekkingsgraad van de financiële schulden en dekkingsgraad van de schuldenlast.

#### 2.3.3.1. Samenvatting

In het algemeen schetst de solvabiliteitsanalyse een verdeeld beeld voor de meeste spelers (excl. Electrabel nv en de buitenlandse spelers). Enerzijds lijkt het niveau van financiële schulden redelijk vergeleken met de totale balans, en vergeleken met het eigen vermogen. Anderzijds liggen de financiële schulden relatief hoog ten opzichte van de operationele resultaten van FY21. Dit zorgt voor een zwakke dekkingsgraad van de financiële schulden en schuldenlast. Dit kan uiteindelijk leiden tot een faillissement.

- De financiële hefboom (verhouding tussen de financiële schulden en het eigen vermogen) evolueert van 18,4% in FY19 naar 38,6% in FY21. Ook al zijn de financiële schulden in het heden hoger dan in het verleden, de trend in hefboomwerking wordt grotendeels veroorzaakt door een eigen vermogen dat gekrompen is. Dit wordt verklaard door gecumuleerde winst/(verliezen) die, op geaggregeerd niveau (excl. Electrabel nv en de buitenlandse spelers), dalen van €171,9 miljoen in FY19 naar -€84,7 miljoen in FY21. Ondanks deze vaststelling zien we slechts twee spelers die kampen met een negatief eigen vermogen.
- Al bij al is een niveau van financiële hefboom van 39% op geaggregeerd niveau redelijk, zeker omdat op geaggregeerd niveau ook de energieleveranciers met eigen productie en productie in de groep meegeteld worden. Deze spelers hebben een hoog niveau van vaste activa op de balans en worden vaak gefinancierd met behulp van financiële schulden. Wanneer we de Belgische spelers vergelijken met de andere Europese soortgenoten is de financiële hefboom redelijk beperkt in België. Zo zien we bijvoorbeeld dat de gemiddelde financiële hefboom voor Europese spelers op 260% uitkomt, terwijl de mediaan lager ligt op 69%.<sup>11</sup>

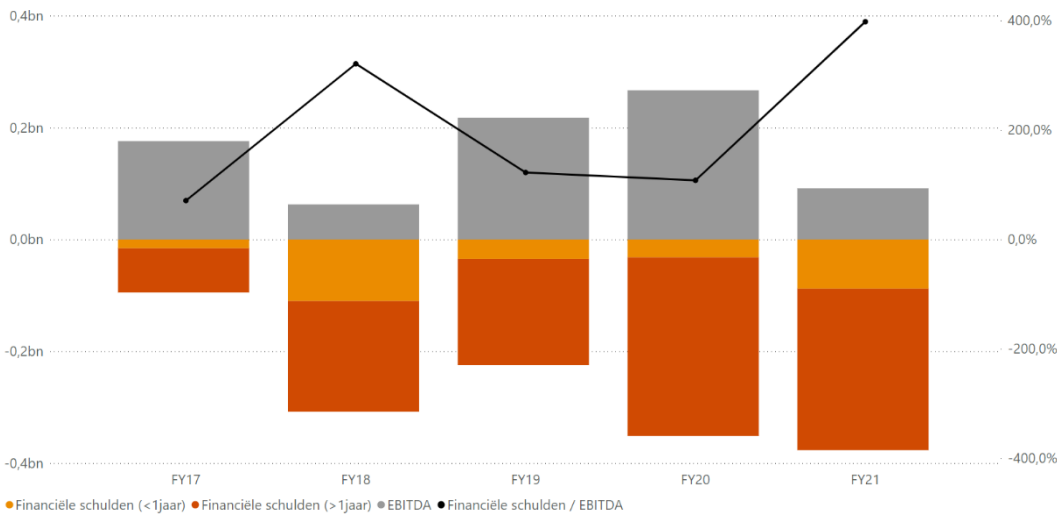


Figuur 57. Financiële hefboomratio (algemeen beeld)

- De financiële schulden werden vergeleken met de EBITDA (Figuur 106) om een beter beeld te krijgen van de capaciteit om de financiële schulden te dragen. In het algemeen slaagden de energieleveranciers

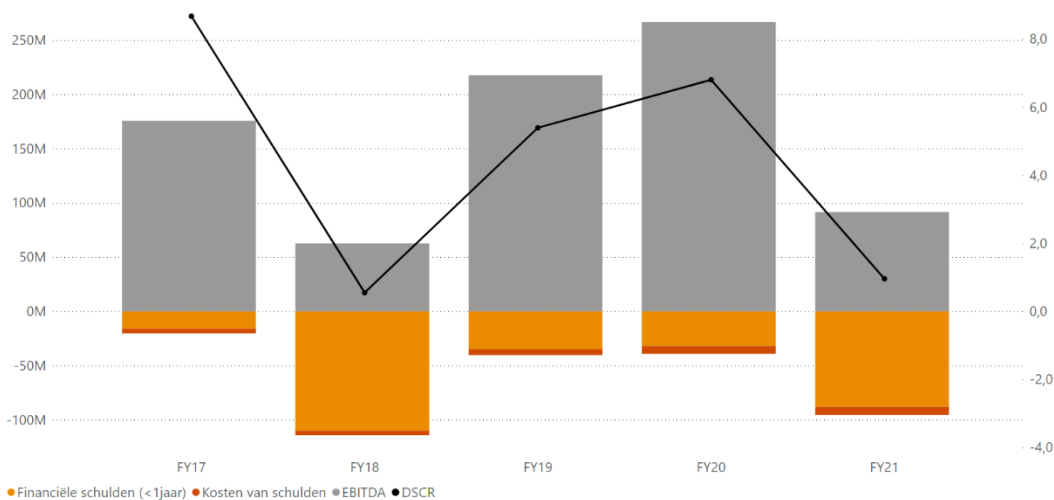
<sup>11</sup> De mediaan is in het algemeen een betere representatie van de kleinere spelers vergeleken met het gewogen gemiddelde. De kleinere energiespelers gaan meestal minder vaste activa op hun balans hebben omdat ze ook minder actief zijn in het produceren van energie.

erin om hun financiële schulden proportioneel met hun operationeel resultaat te laten groeien tussen FY17 en FY20. In FY21 zagen we een forse daling van de EBITDA die ervoor gezorgd heeft dat de financiële last op één jaar verzwaaard is van 110% van de EBITDA naar 400% van de EBITDA. Het is dus de verzwakte EBITDA die zorgt voor een verslechtering van de ratio. Relatief tot de operationele winst zien we een groeiende last van de schulden, met als gevolg dat het vanaf FY21 ongeveer 4 jaar zou duren om de schulden af te betalen (mits er geen of weinig impact is van het financieel of het uitzonderlijk resultaat).



Figuur 58. Dekkingsgraad van de financiële schulden (algemeen beeld)

- De dekkingsgraad van de schuldenlast vertoont hetzelfde beeld, met een EBITDA die in FY20 680% van de schuldenlast dekt, tegen maar 100% in FY21. Dit is weer een gevolg van een lagere EBITDA, een gevolg van een verzwakking van de winstmarges (Sectie 2.3.4.2).



Figuur 59. Dekkingsgraad van de schuldenlast (algemeen beeld)

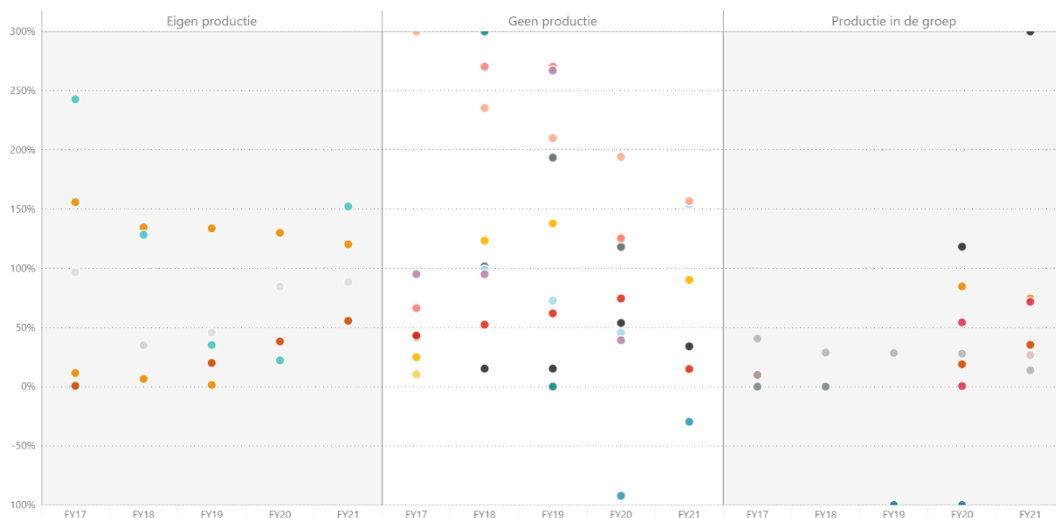
Kortom, de financiële hefboom vertoont enerzijds geen reden tot bezorgdheid, dankzij een redelijk niveau aan financiële schulden. Anderzijds schetsen de verhouding tussen financiële schulden en EBITDA, en de dekkingsgraad van de schuldenlast een minder gezond beeld. Dit is te wijten aan een verzwakking van de EBITDA-marge ten opzichte van de vorige jaren.

Het is dus belangrijk om nader toezicht te houden op de toekomstige evolutie van de EBITDA-marges.

## 2.3.3.2. Algemeen overzicht

### 2.3.3.2.1. Financiële hefboomwerking

Figuur 108 toont hoe de verschillende energieleveranciers zich ten opzichte van elkaar verhouden voor wat betreft hun financiële hefboomwerking. Om de grafiek beter leesbaar te maken en met de West-Europese benchmarks in het achterhoofd, is de financiële ratio tussen -100% en 300% begrensd. De ratiowaarde van de energieleveranciers die over die bewuste tijdsspanne een kleinere of grotere financiële hefboomwerking bezitten, werden bijgevolg afgerond tot op hogergenoemde percentages.

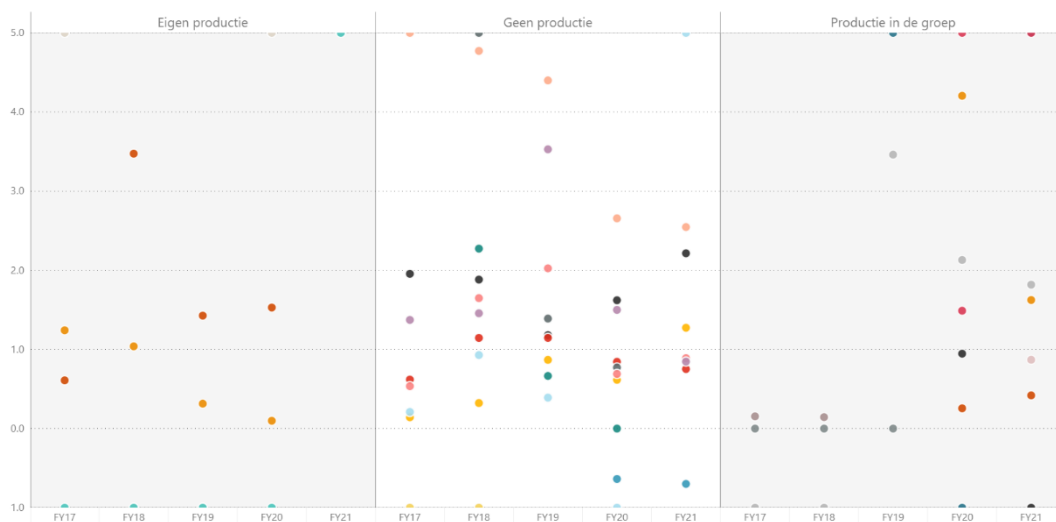


Figuur 60. Verdeling financiële hefboomwerking

Over de groepen en jaren heen, vinden we een gemiddelde financiële hefboomwerking van 25,1% voor het merendeel van de Vlaamse energieleveranciers (excl. Electrabel nv en de grote buitenlandse spelers). Deze ratiowaarde impliceert dat energieleveranciers zich voornamelijk financieren door middel van eigen vermogen. In wat volgt, gaan we dieper in op de evolutie van de respectievelijke groepen, hun onderlinge verschillen, plaatselijke uitschieters en de recent failliet gegane leveranciers.

### 2.3.3.2.2. Dekkingsgraad van de financiële schulden

In de onderstaande grafiek (Figuur 109) bekijken we de dekkingsgraad van de financiële schulden, gedefinieerd als de ratio tussen de gemiddelde financiële schulden van een bedrijf en haar EBITDA over het financieel jaar. De waarden zijn begrensd tot -100% aan de onderkant (indicatie van een negatieve EBITDA voor het jaar) en 500% aan de bovenkant. Het gewogen gemiddelde voor de Europese spelers in de sector stelt dat de financiële schuld gelijk is aan 390% van de EBITDA.



Figuur 61. Overzicht van de dekkingsgraad van de financiële schulden

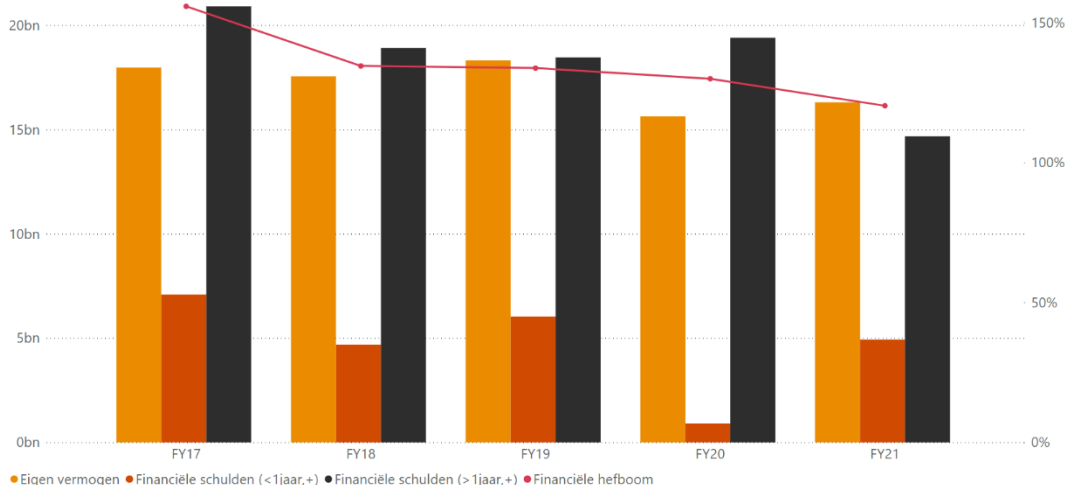
De meeste Vlaamse elektriciteits- en gasleveranciers vertonen een gezond beeld vergeleken met het Europees gemiddelde. Er zijn slechts enkele spelers die ofwel een negatieve EBITDA vertonen, ofwel een ratio hoger dan 400%.

### 2.3.3.3. Analyse per categorie

#### 2.3.3.3.1. Energieleveranciers met eigen productie

##### Electrabel nv

Electrabel nv wordt opnieuw apart behandeld. De evolutie van haar financiële hefboomratio is waar te nemen in Figuur 110 hieronder.



Figuur 62. Evolutie financiële hefboomratio (Electrabel nv)

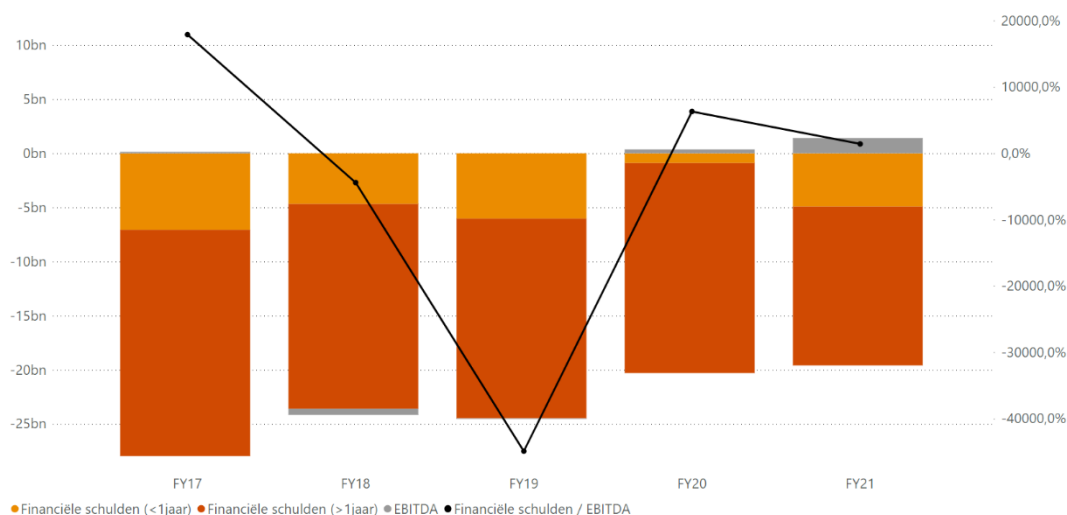
Electrabel nv heeft een gemiddelde financiële hefboom van 135% in de periode FY17 tot FY21 wat betekent dat de energieleverancier grotendeels gebruik maakt van financiële schuld om haar investeringen te financieren.

De evolutie van de gemiddelde ratiowaarde wordt ook getoond in Figuur 110. We merken een dalende trend op. Door de jaren heen zakte de financiële hefboomwerking van Electrabel nv van 156% naar 120%. Een significante daling in zowel de kort- als langlopende financiële schulden ligt aan de oorzaak. Hieruit lijkt dat Electrabel nv gebruik heeft gemaakt van de laatste jaren om haar schulden af te betalen en dat er geen grote investeringen

meer zijn gemaakt over deze periode. Dit wordt ook bevestigd door vaste activa die van €2,7 miljard in FY17 dalen naar €2,1 miljard in FY21.

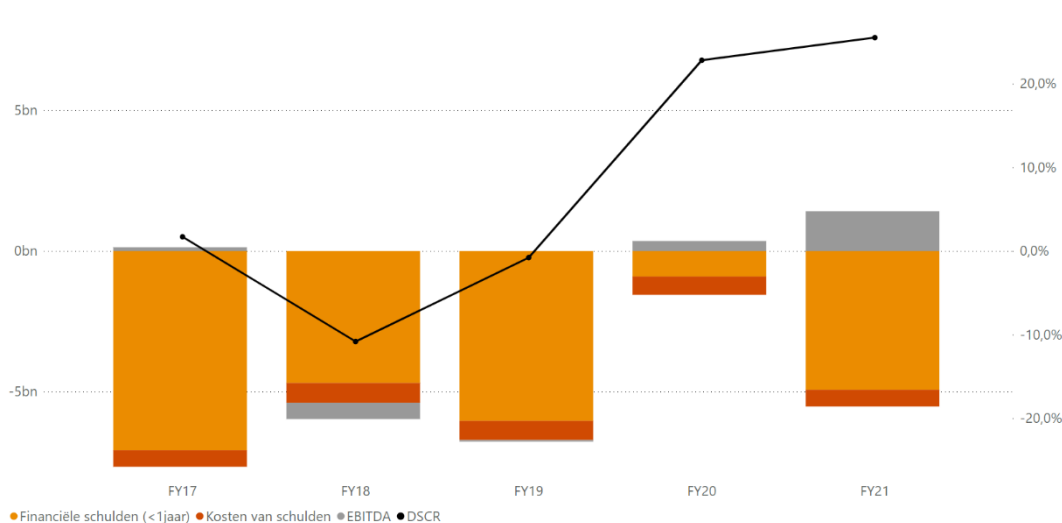
Naast de evolutie van de financiële schulden zien we dat het niveau van het eigen vermogen vrij stabiel blijft over de vijfjarige periode. Tussen FY19 en FY20, merken we wel een daling van €2,7 miljard in het eigen vermogen. Deze is toe te wijzen aan lagere reserves en overgedragen winst. Verder zijn er weinig conclusies te trekken uit de evolutie van het eigen vermogen.

Wat betreft de dekkinggraad van de financiële schulden, zien we in Figuur 84 voor Electrabel nv een zeer hoge financiële schuldenlast. Mogelijks draagt het bedrijf een groot deel van de financiële schulden van haar groep op de balans. Het gevolg hiervan is een sterk volatiele ratio tussen financiële schulden en EBITDA. Deze gaat van 178,9 in FY17 naar 14,1 in FY21. In de jaren FY18 en FY19 zien we zelfs een negatieve EBITDA, en dus ook een negatieve dekkinggraad van de financiële schulden.



Figuur 63. Dekkingsgraad van de financiële schulden (Electrabel nv)

Naast de verhouding tussen de totale financiële schuld en EBITDA, wordt er ook gekeken naar de verhouding tussen de EBITDA en de schuldenlast aan de hand van de dekkinggraad van de schuldenlast. De schuldenlast bestaat uit (i) de uitstaande financiële schuld op minder dan één jaar en (ii) de kosten van die financiële schulden. Het Europees gewogen gemiddelde van de dekkinggraad van de schuldenlast ligt op 7,56 en de mediaan is aanzienlijk lager op 0,53. Dit betekent dat het gegeneerd niveau van EBITDA voldoende is om 7,5 keer de schuldenlast voor het komende jaar te dekken, wat een comfortabele positie is. Wanneer de dekkinggraad van de schuldenlast zakt onder de 1 is verdere analyse aangeraden, gezien dit betekent dat het bedrijf op korte termijn in de problemen kan komen doordat het haar schulden niet kan terugbetalen.

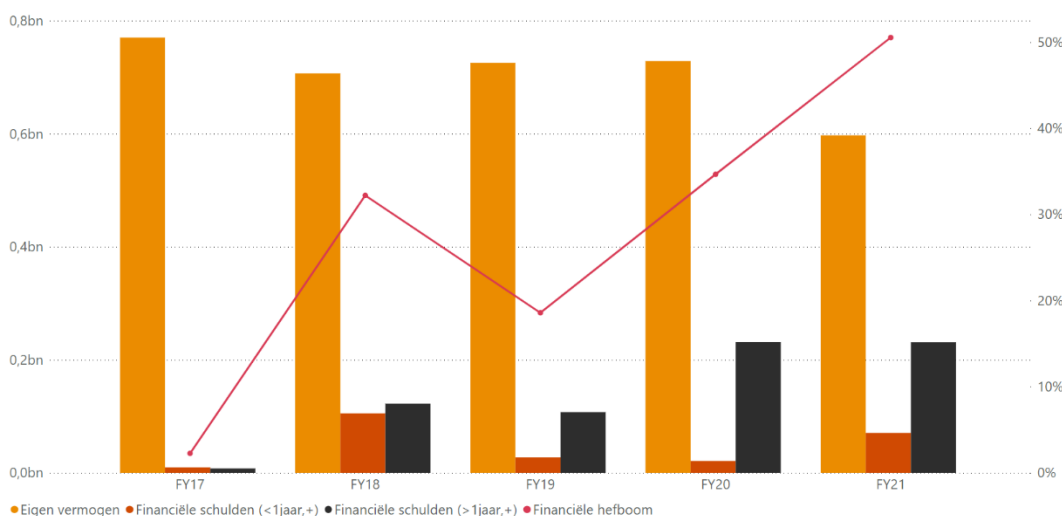


Figuur 64. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Electrabel nv)

De bovenstaande grafiek (Figuur 112) schetst hetzelfde beeld als voorheen, namelijk van een hoge schuldenlast bij Electrabel nv. Voor het jaar FY21 is de dekkingsgraad van de schuldenlast slechts 30%, wat betekent dat het operationeel resultaat van Electrabel nv slechts 30% van de schuldenlast voor de komende periode kan dekken. Dit is echter al een verbetering ten opzichte van de voorbije jaren, toen het niveau nog veel lager was. We merken wel dat Electrabel nv nog goed is voor een bijkomend, niet-operationeel resultaat van €500 miljoen, wat helpt met de schuldenlast.

### **Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv)**

De evolutie van de financiële hefboomratio van de leveranciers met eigen productie zonder Electrabel nv staat in Figuur 113. Zij hebben een gemiddelde financiële hefboomwerking van slechts 27% tussen FY17 en FY21. Zij maken dus doorgaans veel meer gebruik van het eigen vermogen voor het financieren van hun investeringen. Dit blijft het geval ondanks een sterk stijgende ratiowaarde, gedreven door toenemende (kort- en langlopende) financiële schulden. Daarnaast zien we dat het niveau van het eigen vermogen vrij constant blijft tot FY20, gevolgd door een scherpe daling in FY21.



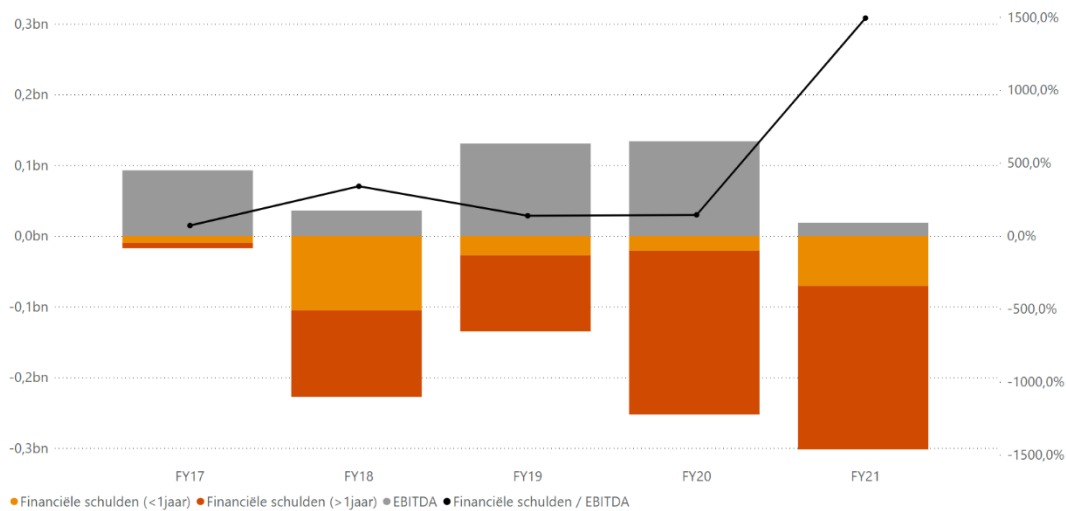
Figuur 65. Evolutie financiële hefboomratio (Energieleverancier met eigen productie, excl. Electrabel nv)

Wanneer we bovenstaande waarnemingen vergelijken met de West-Europese markt, kunnen we besluiten dat onze energieleveranciers met eigen productie geen te hoge financiële hefboomratio's hebben. Bij de Europese soortgenoten stellen we inderdaad vast dat het gemiddelde op 260% ligt en de mediaan op 69%.

Wat betreft de evolutie van het eigen vermogen zien we een redelijk stabiel niveau van FY17 tot en met FY20. Het is pas in FY21 dat we een daling zien van het eigen vermogen als gevolg van een accumulatie van verliezen op de balans.

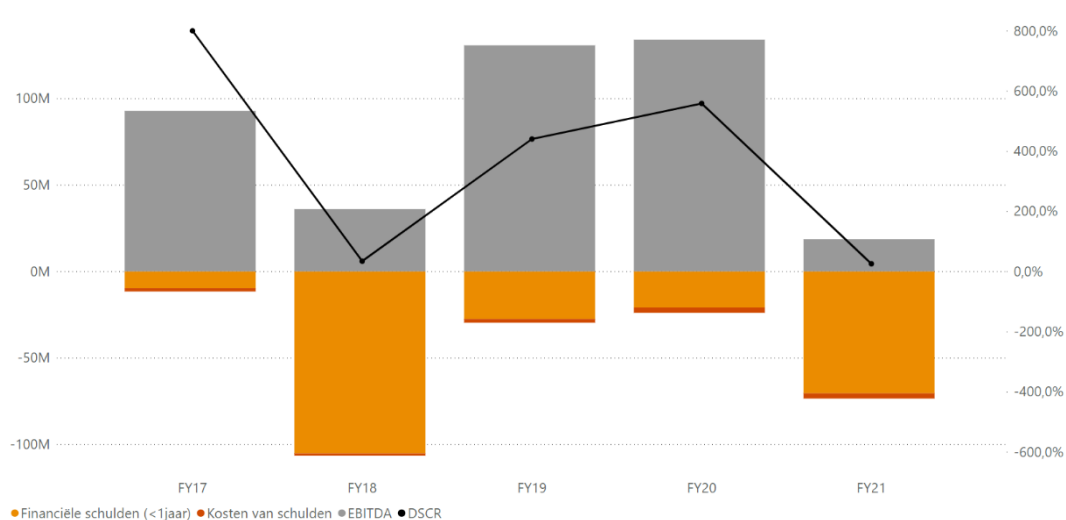
De vergelijking tussen financiële schulden en EBITDA voor de energieleveranciers met eigen productie (zonder Electrabel nv) wordt weergegeven in Figuur 114. De financiële schulden van FY17 tot FY20 schommelen tussen 70% van de EBITDA en 340% van de EBITDA. Voor het jaar FY21 schiet de dekking van de financiële schulden omhoog naar 1490%. Vergeleken met het Europese gemiddelde van 390%, ligt de financiële ratio dus extreem hoog in FY21 voor energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) actief in Vlaanderen.

Deze evolutie is te wijten aan een aanzienlijke groei in de financiële schulden doorheen de jaren, terwijl de EBITDA sterk is gedaald tussen FY20 en FY21. De verzwakking van de EBITDA ligt aan een verzwakking van de winstmarges op de verdeling (en productie) van energie<sup>12</sup>.



Figuur 66. Dekkingsgraad van de financiële schulden (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

Een logisch gevolg van een lagere EBITDA en hogere financiële schulden is een verzwakking van de dekking van de schuldenlast, duidelijk te zien in Figuur 115 hieronder.



Figuur 67. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

Vanuit het oogpunt van de dekking van de schuldenlast is het jaar FY21 vergelijkbaar met het jaar FY18 en is de EBITDA amper genoeg om 25% van de schuldenlast te dekken. Dit is een verontrustend beeld en wijst

<sup>12</sup> Meer informatie hierover is te vinden in de sectie 2.3.4. Rendabiliteit

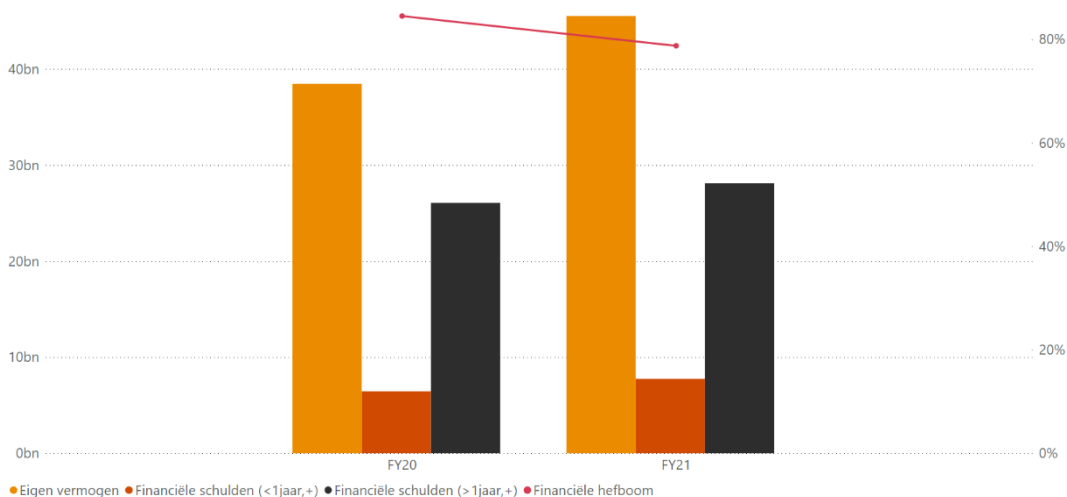
erop dat de kortlopende financiële schulden mogelijk te hoog zijn, rekening houdende met de volatiliteit die de EBITDA vertoont. Het is ook mogelijk dat de energieleveranciers juist beroep doen op kortlopende financiële schulden om te compenseren voor een zwakkere EBITDA en andere schulden en operationele obligaties na te komen.

### 2.3.3.3.2. Energieleveranciers met eigen productie

De buitenlandse spelers worden weer apart bekeken.

#### Buitenlandse spelers

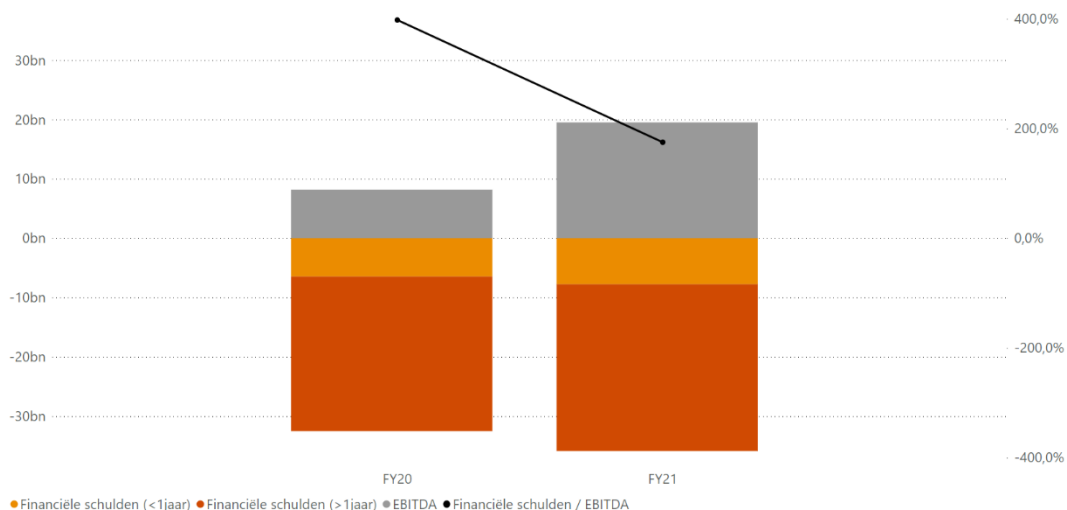
De evolutie van de financiële hefboomratio van de buitenlandse spelers staat in Figuur 118.



Figuur 68. Evolutie financiële hefboomratio (Buitenlandse spelers)

De buitenlandse spelers hebben een gemiddelde financiële hefboom van 81%. Aangezien we slechts data voor twee opeenvolgende boekjaren ter beschikking hebben, is een evolutiebespreking van zowel de ratio als het eigen vermogen hier minder relevant. We stellen enkel vast dat het eigen vermogen sneller stijgt dan de financiële schulden.

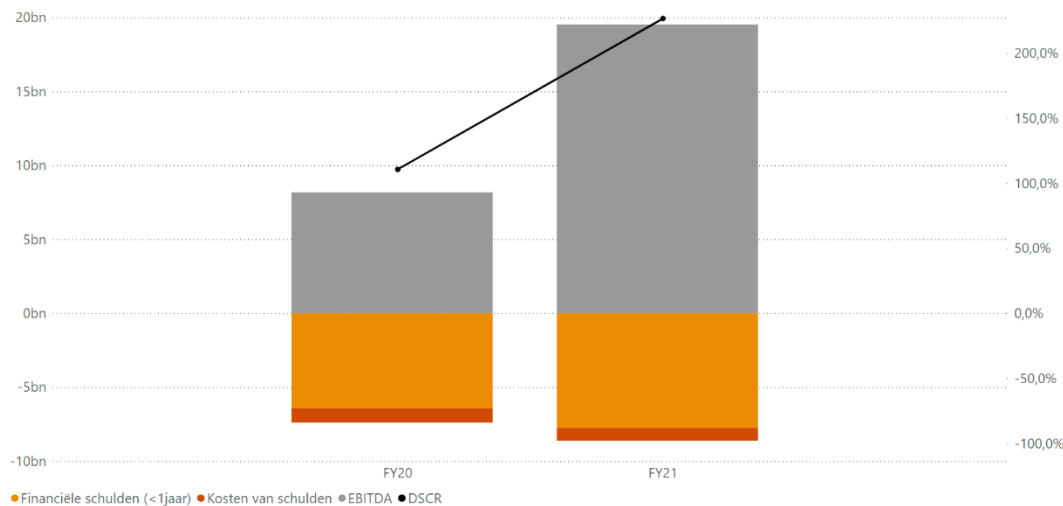
Figuur 119 hieronder toont de evolutie van de dekkinggraad van de financiële schulden. Daar zien we in FY21 dat de financiële schulden gelijk zijn aan 190% van de EBITDA, wat redelijk conservatief is. Ook het niveau van FY20 aan 400% van de EBITDA is nog aanvaardbaar.



Figuur 69. Dekkinggraad van de financiële schulden (Buitenlandse spelers)



Zoals te zien is op Figuur 120 gaat een fors stijgende EBITDA gepaard met een relatief stabiele schuldenlast. Dit zorgt voor een beperktere dekkinggraad van de schuldenlast: in FY21 dekt de EBITDA 227% van de schuldenlast.

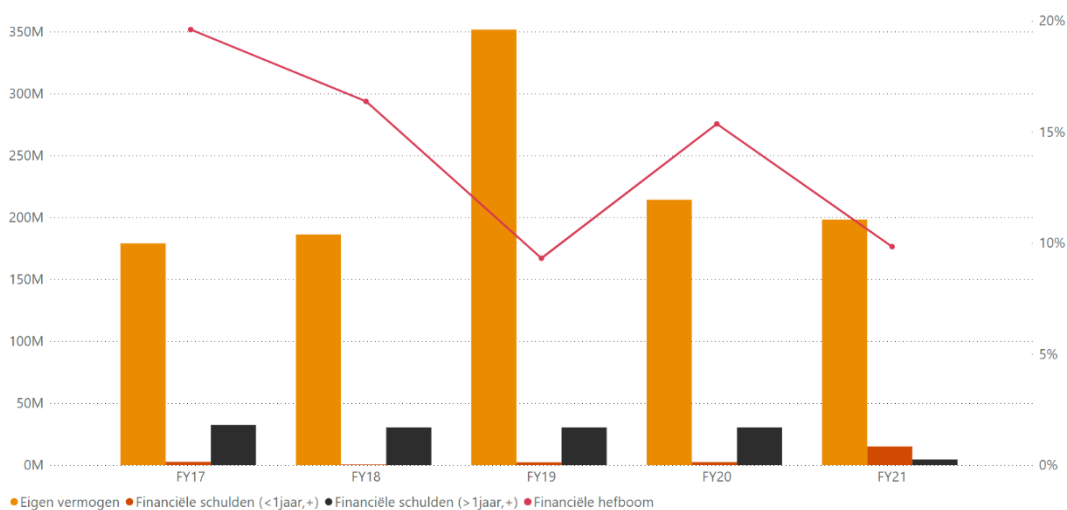


Figuur 70. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Buitenlandse spelers)

### **Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers)**

De evolutie van de financiële hefboomratio van de energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) staat in Figuur 121. Zij hebben een gemiddelde financiële hefboomwerking van slechts 13% van F17 tot FY21 en financieren hun investeringen dus hoofdzakelijk met eigen vermogen. De ratio blijft eveneens redelijk stabiel doorheen de tijd.

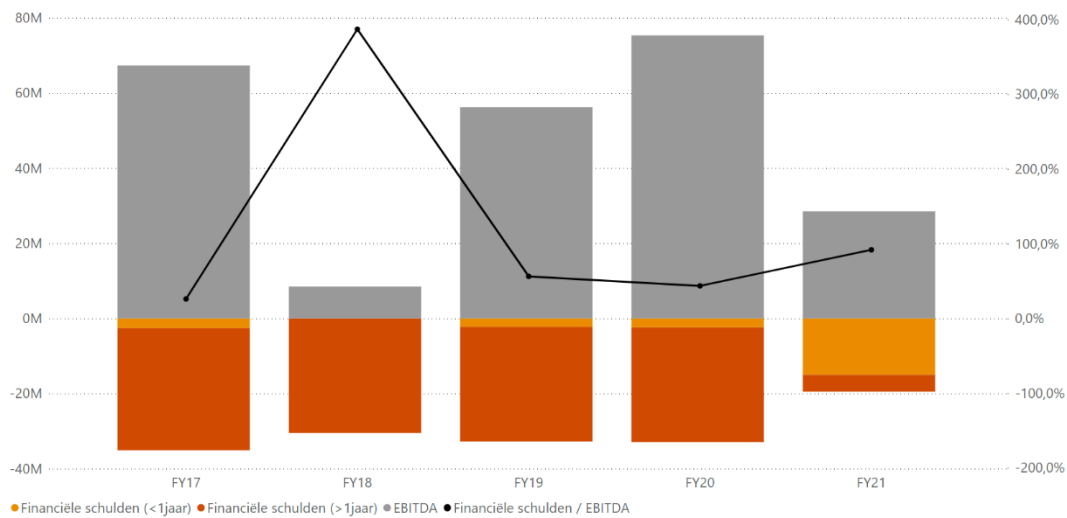
Betreffende de evolutie van het eigen vermogen, merken we een plotse piek in FY19. Deze piek is veroorzaakt door de acquisitie van een energieleverancier door een andere energieleverancier. Moesten we de data normaliseren voor dit effect, zouden we eerder een constante daling zien in de hefboomratio van 19,6% in FY17 naar 9,8% in FY21.



Figuur 71. Evolutie financiële hefboomratio (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

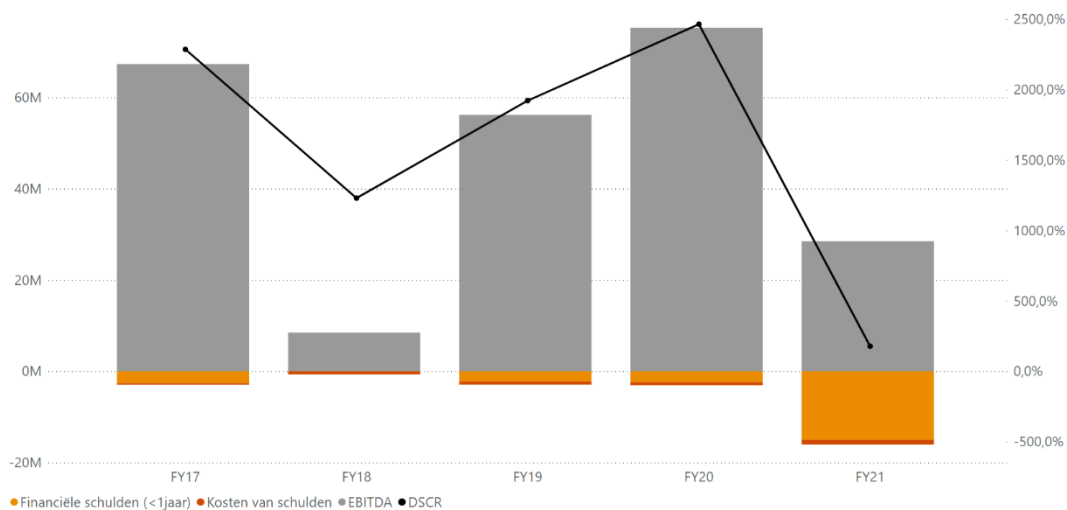
Wanneer we bovenstaande observaties vergelijken met de West-Europese markt, kunnen we besluiten dat de energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) zeer gezonde financiële hefboomratio's hebben.

Bij de energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) zien we in Figuur 122 een gunstige vergelijking tussen schulden en EBITDA, met financiële schulden die van 30% van de EBITDA in FY17 naar 90% van de EBITDA in FY21 evolueren. De schulden kunnen indien nodig binnen het jaar worden terugbetaald. De verhoogde ratio is niet te wijten aan toegenomen schulden, maar eerder aan een vermindering van de EBITDA in FY21 ten opzichte van de vorige jaren. In absolute termen is de totale financiële schuld gekrompen tussen FY20 en FY21 waarbij er ook een verschuiving is van lange termijn financiering naar korte termijn financiering.



Figuur 72. Dekkingsgraad van de financiële schulden (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

Op Figuur 123 is te zien hoe de schuldenlast relatief snel groeit in FY21. Zoals eerder aangetoond op Figuur 122 is deze sprong in schuldenlast uit te leggen door een hoger aandeel aan schulden op korte termijn. Meer schulden op korte termijn zorgen dan ook voor een hogere schuldenlast.

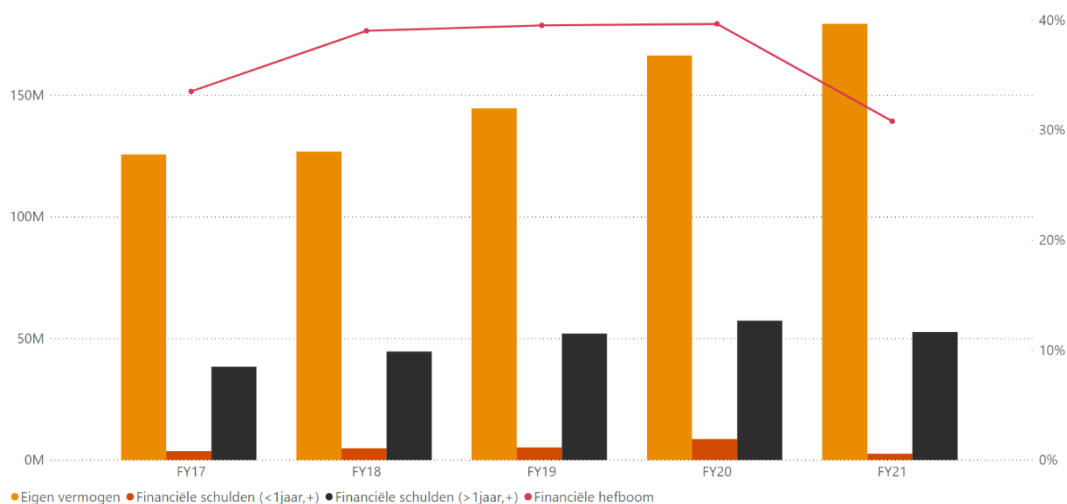


Figuur 73. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

De aandacht wordt vervolgens ook gevestigd op de daling van de EBITDA tussen FY20 en FY21, veroorzaakt door minder voordelige winstmarges. De combinatie van deze twee factoren zorgt voor een slechtere dekkingsgraad van de schuldenlast in FY21 ten opzichte van FY20, met een EBITDA die nog maar 178% van de schuldenlast van dat jaar dekt.

### 2.3.3.3. Energieleveranciers zonder productie

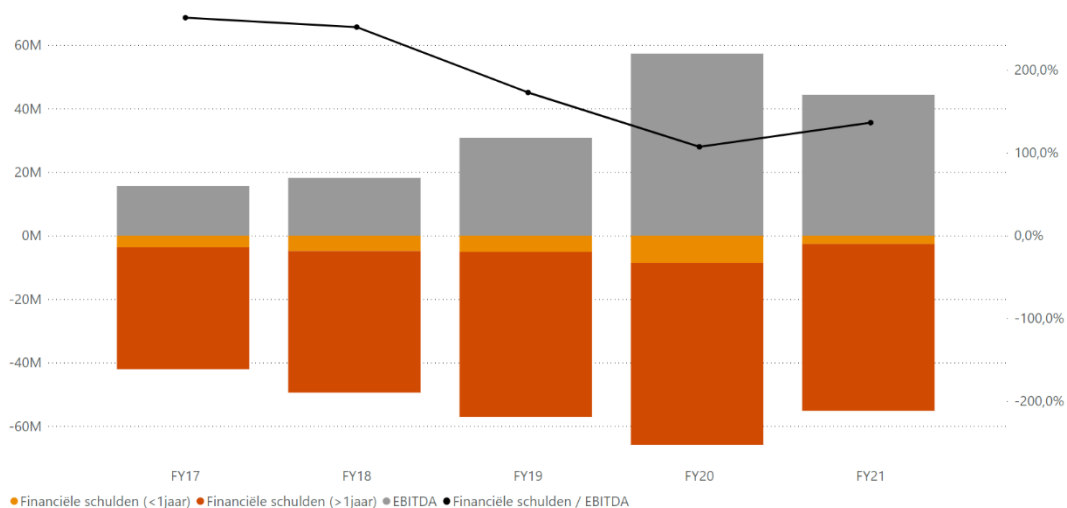
Voor de leveranciers zonder eigen productie vinden we voor de periode in kwestie een gemiddelde financiële hefboomratio van 36%. De evolutie van de financiële hefboomratio kan men waarnemen in Figuur 124. Gezien de beperkte fluctuaties van de ratiowaarden door de jaren heen, blijft het gemiddelde een goede representatie voor de groep. Bovendien zien we een gestage opmars van het eigen vermogen wat uiteraard een positieve trend is<sup>13</sup>.



Figuur 74. Evolutie financiële hefboomratio (Energieleveranciers zonder productie)

Wanneer we bovenstaande waarnemingen vergelijken met de Europese markt, kunnen we besluiten dat de energieleveranciers zonder eigen productie zeer gezonde financiële hefboomratio's hebben.

Wat betreft de dekkingsgraad van de financiële schulden, zien we sinds 2018 een verbeterende trend (Figuur 125).

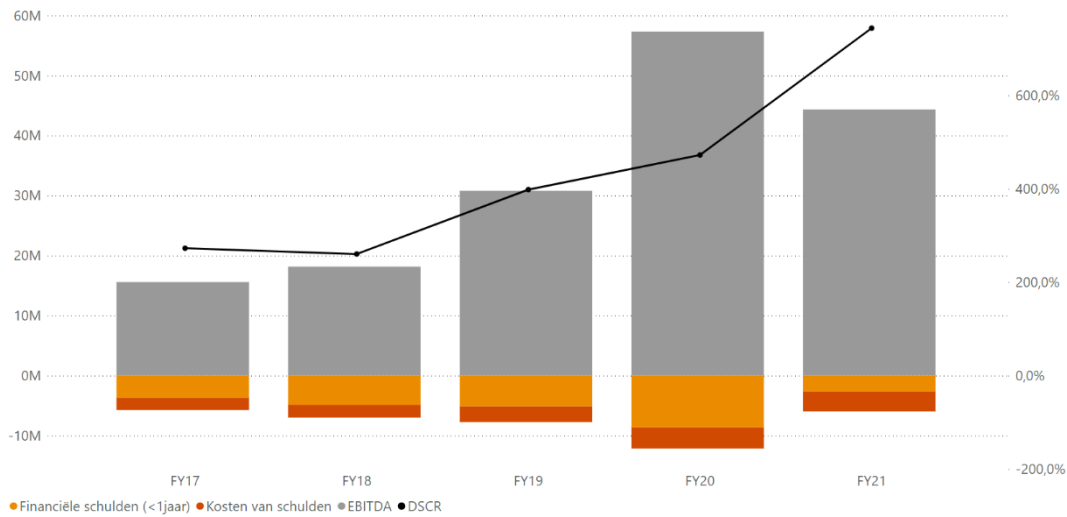


Figuur 75. Dekkingsgraad van de financiële schulden (Energieleveranciers zonder productie)

Op Figuur 125 is te zien dat de financiële schulden toenemen van 2018 tot 2020, met een EBITDA die alsnog sneller groeit. In FY21 wordt een lichte daling van zowel de EBITDA als de financiële schulden vastgesteld. Als

<sup>13</sup> We merken wel dat één leverancier een negatief eigen vermogen voorlegt in FY20 en FY21 als gevolg van gecumuleerde verliezen.

gevolg daalt de last van financiële schulden van 260% van de EBITDA in FY18 naar 14% van de EBITDA in FY21, wat oogt als een zeer defensieve positie.



Figuur 76. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Energieleveranciers zonder productie)

De schuldenlast wordt ook alsmear draaglijker. Zo zien we dat voor FY18 de EBITDA slechts 260% van de schuldenlast dekt, terwijl dit in FY21 744% van de schuldenlast is (Figuur 126). Dit ligt kort bij het Europees gemiddelde van 890%.

## 2.3.4. Rendabiliteit

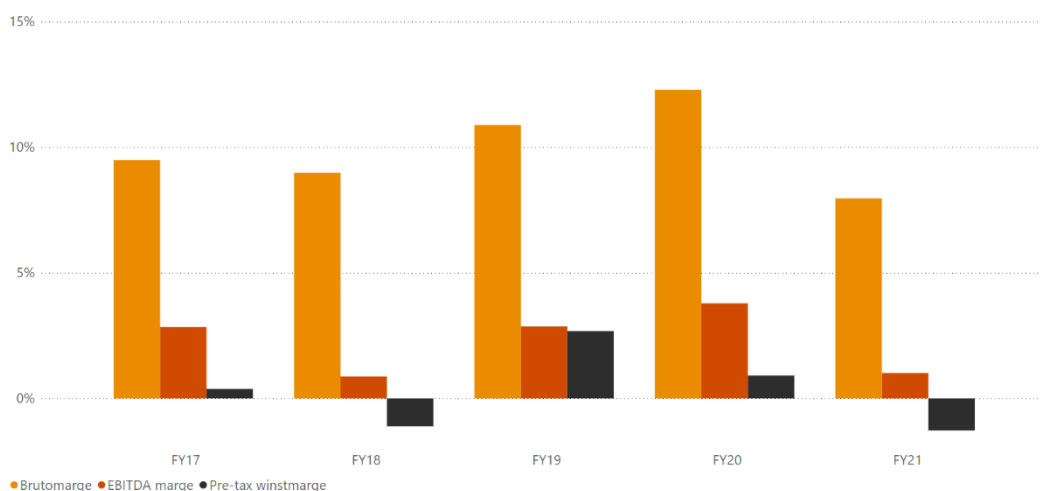
In dit laatste deel over de rendabiliteit gebruiken we de Dupont analyse (zie sectie 2.1.5.1.1) als kader om de rendabiliteit van de Vlaamse elektriciteits- en gasleveranciers te ontleden. De Dupont analyse wordt niet één op één toegepast, maar we splitsen de analyse rond rendabiliteit in twee delen, hetzij:

- (i) De brutomarge, de EBITDA-marge en de winstmarge voor belastingen ,
- (ii) De omzet van activa en de vermogensmultiplicator die samen in één grafiek opgenomen zijn.

Noteer dat deze twee elementen samen inzicht verschaffen in hoe het rendement op Eigen Vermogen is opgebouwd.

### 2.3.4.1. Samenvatting

In het algemeen zien we een daling in de winstmarges van FY21 voor de elektriciteits- en gasleveranciers actief in Vlaanderen. Deze daling doet zich voor in de brutomarge en laat zich tragsgewijs voelen in de EBITDA-marge (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) of de winst vóór aftrek van rentekosten, belastingen, afschrijvingen en waardeverminderingen en in de winstmarge voor belastingen die vaak zelfs negatief zijn voor het jaar. Voor het merendeel zien we betere brutomarges bij de leveranciers met eigen productie, terwijl de leveranciers zonder productie betere pre-taks marges tonen, de leveranciers met productie in de groep bevinden zich telkens middenin. Dit kan deels verklaard worden door het feit dat de energieleveranciers met eigen productie in het algemeen een hogere impact zien op hun eindresultaat van afschrijvingen en waardeverminderingen. In FY21 stellen we vast dat de samengetelde kost van afschrijvingen en waardeverminderingen gelijk is aan 4,1% van de omzet voor de leveranciers met eigen productie, 1,6% van de omzet voor de leveranciers met productie in de groep en slechts 1,1% voor de leveranciers zonder productie. De leveranciers met productie in de groep bevinden zich telkens middenin.

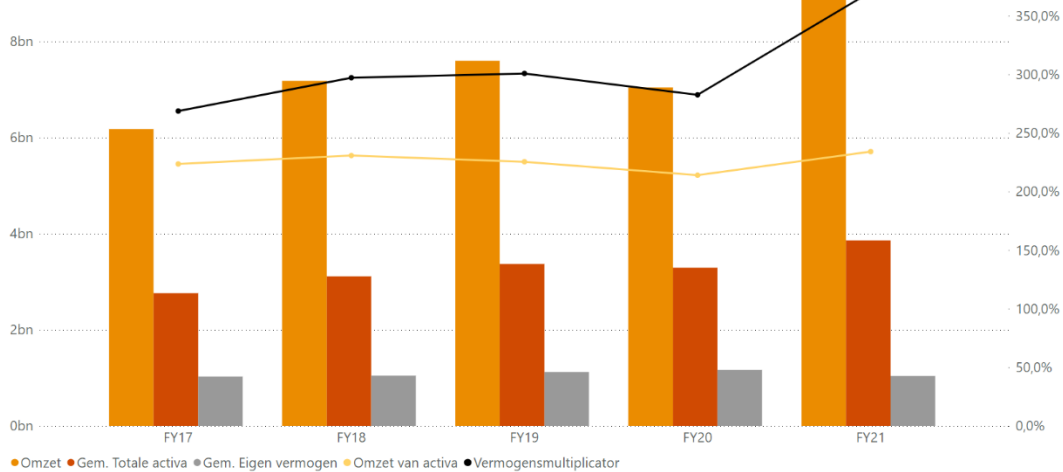


Figuur 77. Evolutie van de winstmarges (algemeen beeld)

De gedaalde marges wijzen erop dat de negatieve impact zijn oorsprong vindt in een hogere aankoop prijs van energie ten opzichte van de verkoopwaarde. De meeste leveranciers dekken zich in tegen prijsfluctuaties in de aankoop van energie aan de hand van financiële instrumenten ('hedges'). Dergelijke financiële instrumenten worden niet op de balans gerapporteerd, waardoor hier geen verdere analyse rond kan worden gedaan om te zien welke bedrijven performanter zijn in hun indekkingsstrategie.

Naast de evolutie van de winstmarges werd er ook gekeken naar de omzet van activa en vermogensmultiplicator. Over de vijfjarige periode zien we gemiddeld dat de omzet gelijk is aan circa 220% van de activa en de activa zijn op hun beurt gemiddeld gelijk aan circa 300% van het eigen vermogen. De energieleveranciers vertonen dus een goede benutting van hun activa, alsook een relatief hoge graad van financiële en vooral operationele

hefboom. Dit laatste punt kunnen we concluderen uit de analyse van het werkkapitaal (operationele hefboom) en de solvabiliteit (financiële hefboom).



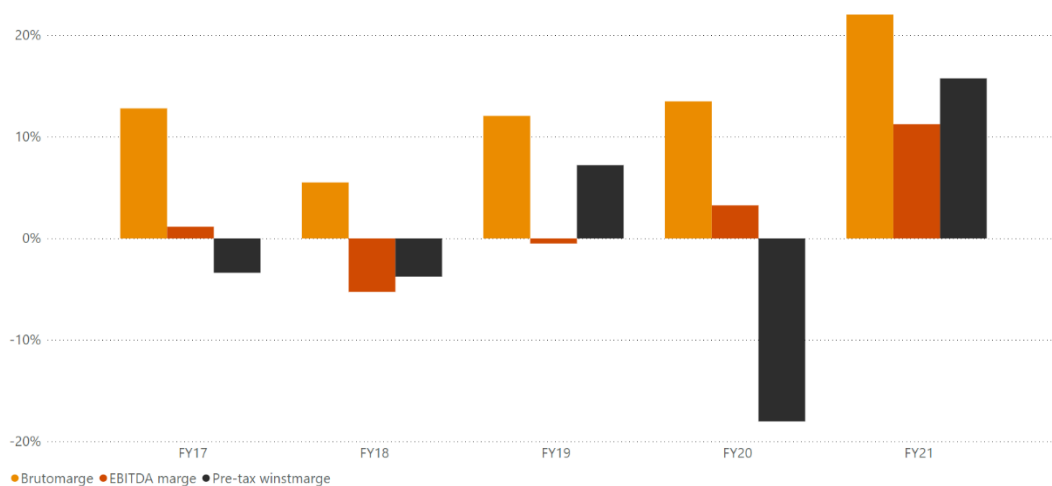
Figuur 78. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (algemeen beeld)

### 2.3.4.2. Analyse per categorie

#### 2.3.4.2.1. Energieleveranciers met eigen productie

##### Electrabel nv

Bij Electrabel nv zien we een duidelijke verbetering van de marges in FY21 vergeleken met de vorige jaren (Figuur 129), alsook een winstmarge voor belastingen die terug positief is.



Figuur 79. Evolutie van de winstmarges (Electrabel nv)

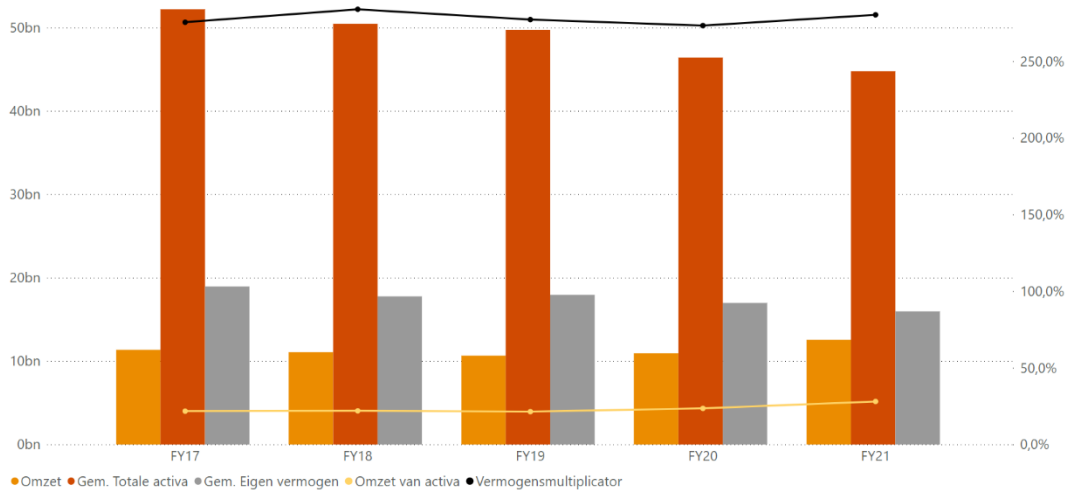
In FY21 zijn de winstmarges voor Electrabel nv:

- (i) De brutowinstmarge bedraagt 22,0% van de omzet,
- (ii) De EBITDA-marge bedraagt 11,2% van de omzet,
- (iii) De winstmarge voor belastingen bedraagt 15,7% van de omzet.

Vergeleken met de marges die vastgesteld werden bij de Europese sectorgenoten, vertoont Electrabel nv een zeer gezond beeld voor FY21. Dit kan liggen aan het feit dat Electrabel nv haar eigen energie opwekt en ze die

niet of veel minder moet aankopen op de markt. Zolang de productieprijs onder de verkoopprijs ligt, kan Electrabel nv dus winst maken en een sterke brutomarge vertonen. We merken ook dat Electrabel nv een betere winstmarge voor belastingen dan EBITDA-marge heeft. Dit wordt veroorzaakt door uitzonderlijke inkomsten van €1,8 miljard voor het jaar FY21.

In Figuur 130 is er een licht dalende trend in de waarde van de totale activa en eigen vermogen te zien, gepaard met een lichte stijging van de omzet. In het algemeen is wel duidelijk te merken dat de totale activa meerdere malen de waarde van het eigen vermogen of van de omzet voorstellen.



Figuur 80. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Electrabel nv)

Dit zorgt ervoor dat Electrabel nv een lage ratio van omzet van activa (slechts 30% in FY21), maar een hoge vermogensmultiplicator (280% in FY21) heeft.

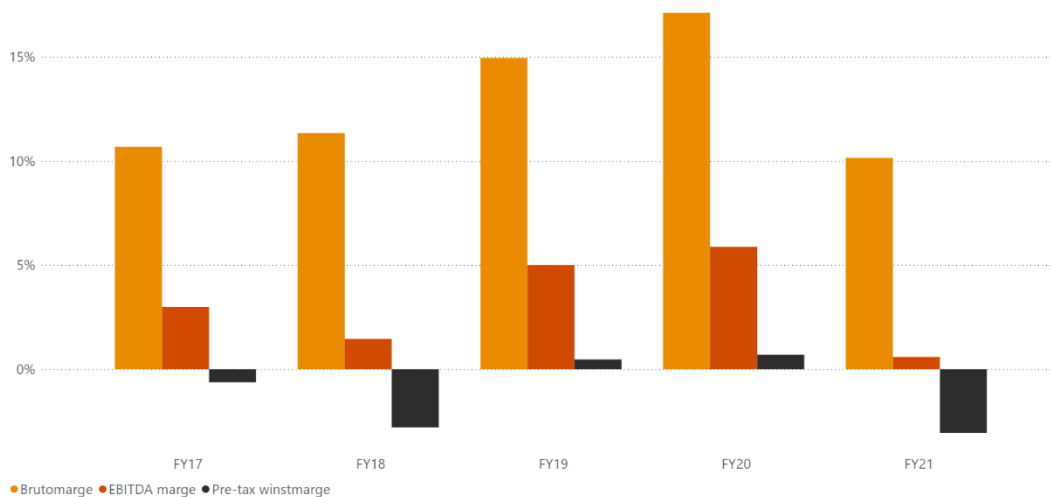
Alles samen zorgt dit voor een rendement op eigen vermogen van 12,4% bij Electrabel nv.

### **Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv)**

Wanneer we de analyse doen voor de leveranciers met eigen productie, zonder Electrabel nv, zien we een sterke daling in de marges. Zo zien we in FY21 dat:

- (i) de brutowinstmarge 10,2% van de omzet bedraagt,
- (ii) de EBITDA-marge 0,6% van de omzet bedraagt,
- (iii) de winstmarge voor belastingen -3,1% van de omzet bedraagt.

Dit zijn lage operationele marges vergeleken met andere Europese spelers en de negatieve winstmarge voor belastingen is verontrustend.

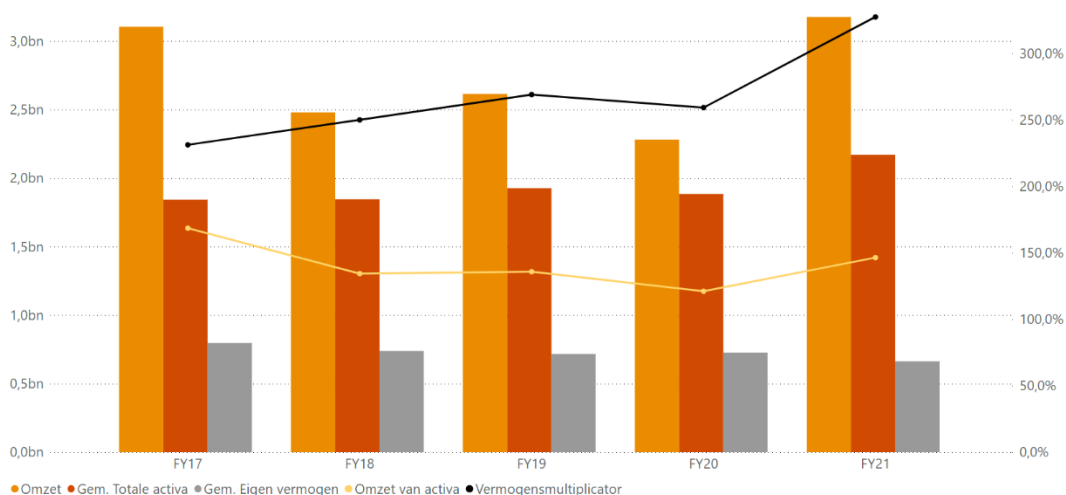


Figuur 81. Evolutie van de winstmarges (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

Electrabel nv heeft haar marges kunnen verbeteren naar FY21 toe, terwijl het omgekeerde waar is voor andere energieleveranciers met eigen productie. Dit zou mogelijk kunnen liggen aan:

- (i) De bron van de energie die Electrabel nv produceert alsook het mogelijk ontvangen van subsidies voor het openhouden van de Belgische kerncentrales,
- (ii) De schaal waarop Electrabel nv haar energie produceert,
- (iii) Het aandeel aan verkochte energie dat Electrabel nv zelf produceert ten opzichte van andere leveranciers.

De onderstaande grafiek (Figuur 132) gaat dieper in op het rendement op eigen vermogen en schetst een ander beeld voor de andere energieleveranciers met eigen productie.



Figuur 82. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv)

We stellen vast dat de omzet hoger uitkomt dan de totale activa en zelfs een meervoud van het eigen vermogen voorstelt. Voor het jaar FY21 wordt de omzet berekend op €3,2 miljard, met gemiddelde totale activa van €2,2 miljard en eigen vermogen van €0,7 miljard.

Als gevolg zien we een hogere omzet van activa, stijgende van 120% in FY20 naar 150% in FY21. De vermogensmultiplicator evolueert van 260% in FY20 naar 330% tegen FY21. Dit zorgt voor een effectieve omzet



op eigen vermogen van 477% voor FY21. Met andere woorden, in FY21 heeft elke €1aan kapitaal gezorgd voor gemiddeld €4,77 aan omzet.

Aangezien de FY21 winstmarge voor belastingen van de energieleveranciers met eigen productie, zonder Electrabel nv, op -3,1% van de omzet uitkomt, kan het rendement op eigen vermogen worden geschat op -14,7% voor FY21. Als we de drie componenten van de Dupont analyse met elkaar vermenigvuldigen, krijgen we:

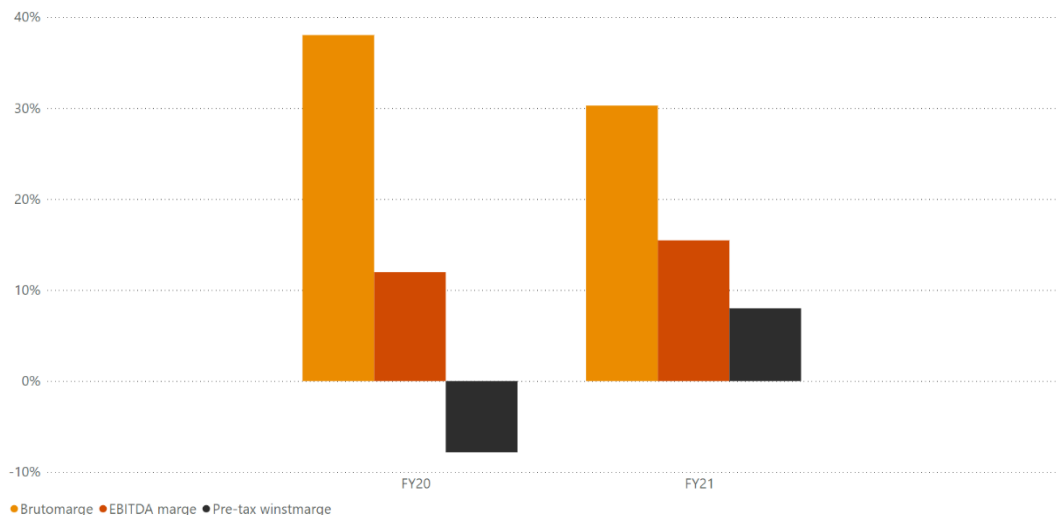
$$\begin{aligned} \text{Pre-taks rendement op eigen vermogen} &= \text{Winstmarge voor belastingen} \times \text{Omzet van activa} \times \text{Vermogensmultiplicator} \\ &= -3,1\% \times 150\% \times 330\% = -14,7\% \end{aligned}$$

We zien hier hoe een licht negatief resultaat zich vertaalt in een materieel negatief rendement voor aandeelhouders als gevolg van de hoge vermogensmultiplicator. Het is een voorbeeld van de volatiliteit in rendement op eigen vermogen die wordt gecreëerd door het hanteren van een hoge vermogensmultiplicator. De vermogensmultiplicator is gebonden aan de schulden van het bedrijf, zodat hogere schulden zorgen voor een hogere vermogensmultiplicator. Wanneer de economische activiteit gezond is, kan dit een voordeel zijn, maar het omgekeerde is ook waar. Dit omwille van het feit dat aan schulden interestlasten en kapitaal terugbetalingen verbonden zijn. Dit zet een bepaalde druk op de onderneming gezien zij voldoende middelen moet genereren om deze verplichting te kunnen blijven naleven.

### 2.3.4.2.2. Energieleveranciers met productie in de groep

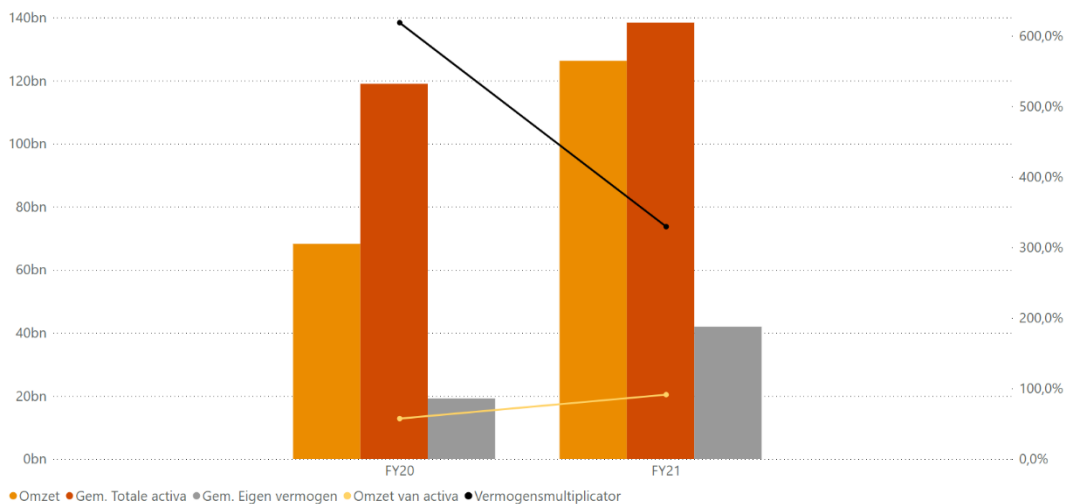
#### Buitenlandse spelers

Bij de buitenlandse spelers merken we een andere trend in winstmarges (Figuur 133). We merken hier ook de impact op de brutomarge, maar tussen FY20 en FY21 zien we een verbetering van de EBITDA-marge naar 15,5% alsook van de winstmarge voor belastingen naar 8,0%.



Figuur 83. Evolutie van de winstmarges (Buitenlandse spelers)

In Figuur 134 staat de omzet op eigen vermogen. We zien hier een omzet die in waarde dicht bij de totale activa ligt, terwijl het eigen vermogen relatief laag blijft. Dit zorgt voor een omzet van activa gelijk aan 93% voor FY21 en een vermogensmultiplicator van 330%.



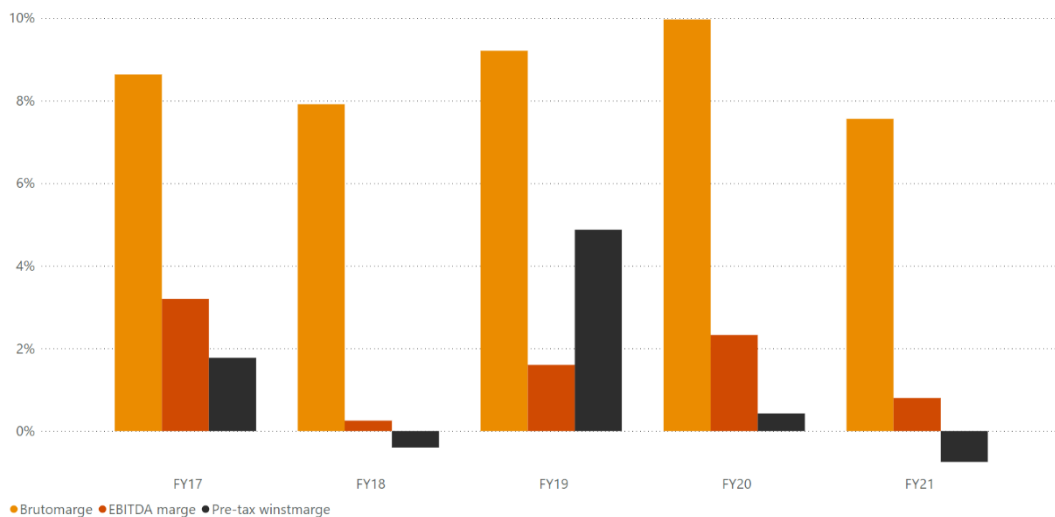
Figuur 84. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Buitenlandse spelers)

Een mogelijke reden dat de omzet van activa lager ligt voor deze categorie van spelers ligt bij het feit dat ze deel uitmaken van grote internationale groepen die ook energie opwekken. Er werd ook gebruik gemaakt van geconsolideerde rekeningen, waardoor alle activa van de groep op de balans komen te staan.

Alles samen zien we in FY21 een rendement op eigen vermogen van 24,0% voor deze spelers, wat aanzienlijk hoger ligt dan het Europees gemiddelde.

### **Energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers)**

De energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) vertonen een ander beeld dan de buitenlandse spelers, zoals we kunnen zien in Figuur 135.



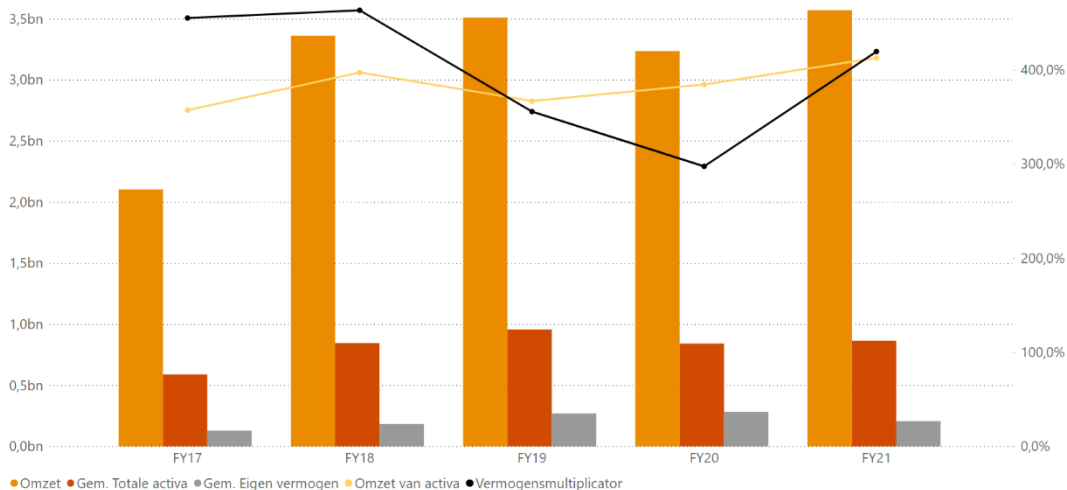
Figuur 85. Evolutie van de winstmarges (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

Binnen deze categorie merken we een daling van alle winstmarges tussen FY20 en FY21, met name:

- (i) De brutowinstmarge daalt van 10,0% van de omzet in FY20 naar 7,6% in FY21,
- (ii) De EBITDA-marge daalt van 2,3% van de omzet in FY20 naar 0,8% in FY21,
- (iii) De winstmarge voor belastingen daalt van 0,4% van de omzet in FY20 naar -0,8% in FY21.

Vergeleken met het Europees gemiddelde, vertonen de energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) een suboptimale operationele efficiëntie.

Naast de winstmarges kijken we ook naar de omzet op eigen vermogen (Figuur 136).



Figuur 86. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers)

Voor FY21 meten we de omzet van activa aan 410% en de vermogensmultiplicator op 420%. Samen zorgt dit voor een omzet dat 173% van het eigen vermogen bedraagt. Dit is een teken van goede benutting van het eigen vermogen en van de activa om voor omzet te zorgen, zeker vergeleken met de buitenlandse spelers of met de energieleveranciers met eigen productie.

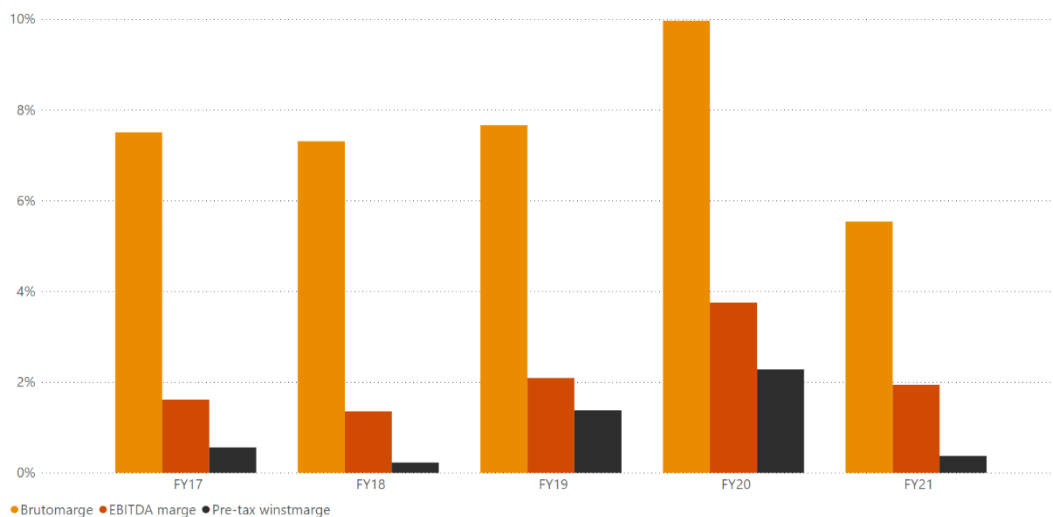
Voor de energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) is de winstmarge voor belastingen slechts -0,8% van de omzet in FY21. Als gevolg van een hoge omzet op eigen vermogen schatten we het rendement op eigen vermogen op -13,0% voor het jaar FY21. Alweer speelt het hefboomeffect tegen de energieleveranciers in het jaar FY21 (zie uitleg in de sectie over Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel nv)).

### 2.3.4.2.3. Energieleveranciers zonder productie

Bij de leveranciers zonder productie zien we ook een daling van de winstmarges tussen FY20 en FY21 (Figuur 139):

- (i) De brutowinstmarge daalt van 9,9% van de omzet in FY20 naar 5,5% in FY21,
- (ii) De EBITDA-marge daalt van 3,7% van de omzet in FY20 naar 1,9% in FY21,
- (iii) De winstmarge voor belastingen daalt van 2,3% van de omzet in FY20 naar 0,4% in FY21.

De daling start weer van de brutomarge en laat zich trapsgewijs voelen in de andere operationele marges. De voornaamste oorzaak van het verlies aan rendabiliteit ligt dus bij de hogere kost van goederen (aankopen van energie).

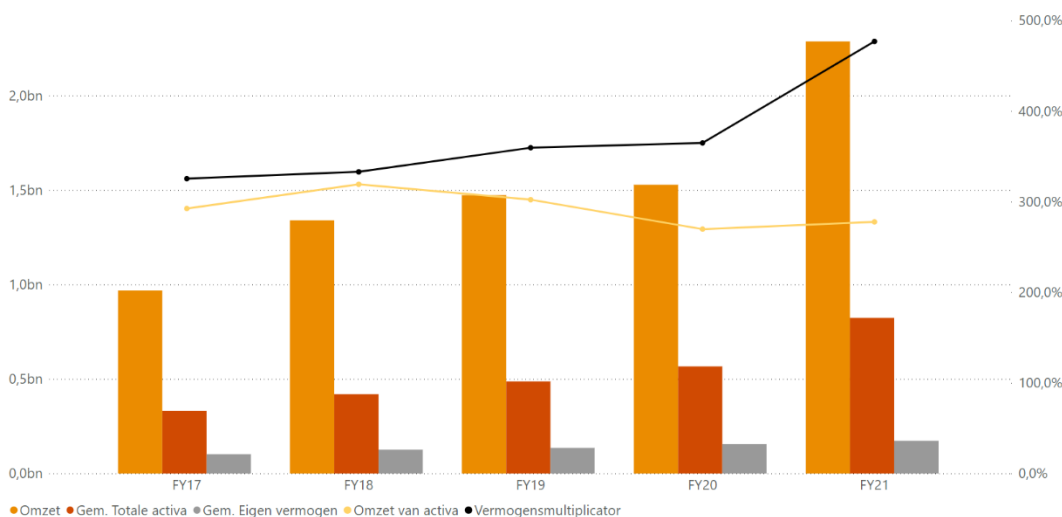


Figuur 87. Evolutie van de winstmarges (Energieleveranciers zonder productie)

Over de hele lijn liggen deze winstmarges ver onder de Europese norm voor de sector. Dit is opnieuw een teken van een lagere rendabiliteit van de Belgische spelers ten opzichte van de bredere Europese markt.

Naast de winstmarges kijken we ook naar de omzet op eigen vermogen (Figuur 140).

Voor het jaar FY21 zien we een omzet van activa die uitkomt op 280% en een vermogensmultiplicator van 470%. Alles samengeteld is de omzet in FY21 gelijk aan 133%, wat een mooie benutting van geïnvesteerd kapitaal betekent om omzet aan te maken.



Figuur 88. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Energieleveranciers zonder productie)

In combinatie met een winstmarge voor belastingen voor FY21 van 0,4% van de omzet, betekent het dat het pre-taks rendement op eigen vermogen voor de leveranciers zonder eigen productie op 4,9% ligt. Dit is aanzienlijk lager dan het Europees gewogen gemiddelde van 7,8% (post-taks).

Buiten de energieleverancier die kampt met een negatief eigen vermogen, zijn er geen merkwaardige bevindingen met betrekking tot de omzet op eigen vermogen.

# 3. Appendix

## 3.1. Overzicht van de figuren

Figuur 1. Voorbeeld werkkapitaal .....	13
Figuur 2. Netto werkkapitaal t.o.v. omzet (algemeen beeld) .....	26
Figuur 3. Samenstelling van het werkkapitaal (algemeen beeld) .....	27
Figuur 4. Cashconversiecyclus (algemeen beeld) .....	27
Figuur 5. Het gemiddeld netto werkkapitaal t.o.v. de omzet van elke leverancier .....	28
Figuur 6. Vergelijking van DSO tussen leveranciers .....	29
Figuur 7. Vergelijking van DPO tussen leveranciers .....	30
Figuur 8. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (Electrabel nv) .....	30
Figuur 9. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (Electrabel nv) .....	31
Figuur 10. Evolutie van de DSO (Electrabel nv) .....	31
Figuur 11. Evolutie van de DPO (Electrabel nv) .....	32
Figuur 12. Evolutie van de cashconversiecyclus (Electrabel nv) .....	32
Figuur 13. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv) .....	33
Figuur 14. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv) .....	33
Figuur 15. Evolutie van de DSO (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv) .....	34
Figuur 16. Evolutie van de DPO (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv) .....	34
Figuur 17. Cashconversiecyclus (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv) .....	35
Figuur 24. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (Buitenlandse spelers) .....	35
Figuur 25. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (Buitenlandse spelers) .....	36
Figuur 26. Evolutie van de DSO (Buitenlandse spelers) .....	36
Figuur 27. Evolutie van de DPO (Buitenlandse spelers) .....	37
Figuur 28. Cashconversiecyclus (Buitenlandse spelers) .....	37
Figuur 29. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers) .....	38
Figuur 30. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers) .....	38
Figuur 31. Evolutie van de DSO (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers) .....	39
Figuur 32. Evolutie van de DPO (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers) .....	39
Figuur 33. Cashconversiecyclus (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers) .....	40
Figuur 39. Evolutie van de samenstelling van het werkkapitaal (Energieleveranciers zonder eigen productie) .....	40
Figuur 40. Gemiddeld netto werkkapitaal vergeleken met omzet (Energieleveranciers zonder eigen productie) .....	41
Figuur 41. Evolutie van de DSO (Energieleveranciers zonder eigen productie) .....	41
Figuur 42. Evolutie van de DPO (Energieleveranciers zonder eigen productie) .....	42
Figuur 43. Cashconversiecyclus (Energieleveranciers zonder eigen productie) .....	42
Figuur 63. Quick ratio (algemeen beeld) .....	43
Figuur 64. Cash ratio (algemeen beeld) .....	44
Figuur 65. Verdeling quick ratio .....	45
Figuur 66. Verdeling cash ratio .....	45
Figuur 67. Evolutie quick ratio (Electrabel nv) .....	46
Figuur 68. Evolutie kortlopende schulden (Electrabel nv) .....	46
Figuur 69. Evolutie quick assets (Electrabel nv) .....	47
Figuur 70. Evolutie van de cash ratio (Electrabel nv) .....	47
Figuur 71. Evolutie quick ratio (Energieleveranciers met eigen productie excl. Electrabel nv) .....	48
Figuur 72. Evolutie kortlopende schulden (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv) .....	48
Figuur 73. Evolutie quick assets (Energieleveranciers met eigen productie excl. Electrabel nv) .....	49
Figuur 74. Evolutie cash ratio (Energieleveranciers met eigen productie excl. Electrabel nv) .....	49
Figuur 81. Evolutie quick ratio (Buitenlandse spelers) .....	50
Figuur 82. Evolutie kortlopende schulden (Buitenlandse spelers) .....	50
Figuur 83. Evolutie quick activa (Buitenlandse spelers) .....	51
Figuur 84. Evolutie cash ratio (Buitenlandse spelers) .....	51
Figuur 85. Evolutie quick ratio (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers) .....	52
Figuur 86. Evolutie kortlopende schulden (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers) .....	52
Figuur 87. Evolutie quick activa (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers) .....	53

Figuur 88. Evolutie cash ratio (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers).....	53
Figuur 97. Evolutie quick ratio (Energieleveranciers zonder productie).....	54
Figuur 98. Evolutie kortlopende schulden (Energieleveranciers zonder productie).....	54
Figuur 99. Evolutie quick activa (Energieleveranciers zonder productie).....	55
Figuur 100. Evolutie van de cash ratio (Energieleveranciers zonder productie).....	55
Figuur 105. Financiële hefboomratio (algemeen beeld).....	56
Figuur 106. Dekkingsgraad van de financiële schulden (algemeen beeld).....	57
Figuur 107. Dekkingsgraad van de schuldenlast (algemeen beeld).....	57
Figuur 108. Verdeling financiële hefboomwerking.....	58
Figuur 109. Overzicht van de dekkingsgraad van de financiële schulden.....	59
Figuur 110. Evolutie financiële hefboomratio (Electrabel nv).....	59
Figuur 111. Dekkingsgraad van de financiële schulden (Electrabel nv).....	60
Figuur 112. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Electrabel nv).....	61
Figuur 113. Evolutie financiële hefboomratio (Energieleverancier met eigen productie, excl. Electrabel nv).....	61
Figuur 114. Dekkingsgraad van de financiële schulden (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv).....	62
Figuur 115. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv).....	62
Figuur 118. Evolutie financiële hefboomratio (Buitenlandse spelers).....	63
Figuur 119. Dekkingsgraad van de financiële schulden (Buitenlandse spelers).....	63
Figuur 120. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Buitenlandse spelers).....	64
Figuur 121. Evolutie financiële hefboomratio (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers).....	64
Figuur 122. Dekkingsgraad van de financiële schulden (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers).....	65
Figuur 123. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers).....	65
Figuur 124. Evolutie financiële hefboomratio (Energieleveranciers zonder productie).....	66
Figuur 125. Dekkingsgraad van de financiële schulden (Energieleveranciers zonder productie).....	66
Figuur 126. Dekkingsgraad van de schuldenlast (Energieleveranciers zonder productie).....	67
Figuur 127. Evolutie van de winstmarges (algemeen beeld).....	68
Figuur 128. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (algemeen beeld).....	69
Figuur 129. Evolutie van de winstmarges (Electrabel nv).....	69
Figuur 130. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Electrabel nv).....	70
Figuur 131. Evolutie van de winstmarges (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv).....	71
Figuur 132. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Energieleveranciers met eigen productie, excl. Electrabel nv).....	71
Figuur 133. Evolutie van de winstmarges (Buitenlandse spelers).....	72
Figuur 134. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Buitenlandse spelers).....	73
Figuur 135. Evolutie van de winstmarges (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers).....	73
Figuur 136. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Energieleveranciers met productie in de groep, excl. buitenlandse spelers).....	74
Figuur 139. Evolutie van de winstmarges (Energieleveranciers zonder productie).....	75
Figuur 140. Omzet van activa en vermogensmultiplicator (Energieleveranciers zonder productie).....	75

## 3.2. Overzicht van de benchmarks

Onderstaande tabel geeft een samenvattend overzicht van de benchmarks die we gebruikt hebben in dit rapport. Voor elke financiële ratio wordt zowel de mediaan als het gewogen gemiddelde ten opzichte van de omzet weergegeven. De uiterst rechtse kolom geeft meer duiding omtrent de respectievelijke gewenste waarden.

De uitleg over hoe alle ratiowaarden bekomen werden, vindt men terug in sectie 2.1.1.

Categorie	Mediaan	Gewogen-gemiddelde	Gewenste waarde
<b>Werkkapitaal en kasbeheer</b>			
Werkkapitaal t.o.v. omzet	(0,4%)	1,2%	Zo laag mogelijk
DSO	40 dagen	45 dagen	Zo laag mogelijk
DPO	31 dagen	55 dagen	Hoger
<b>Liquiditeit</b>			
Current ratio	1,1	1,2	Gematigd
Quick ratio	0,5	0,5	Gematigd
Cash ratio	0,1	0,2	Gematigd
<b>Solvabiliteit</b>			
Financiële hefboomwerking	28%	245%	Gematigd
Financiële schulden (% van EBITDA)	130%	390%	Gematigd
EBITDA (% van schuldenlast)	70%	890%	Gematigd
<b>Rendabiliteit</b>			
Brutomarge	37,5%	21,4%	Zo hoog mogelijk
EBITDA-marge	18,5%	11,1%	Zo hoog mogelijk
Pre-taks winstmarge	7,0%	5,3%	Zo hoog mogelijk
Omzet op activa	68,5%	234,1%	Zo hoog mogelijk
Vermogensmultiplicator	314,1%	1047,4%	Gematigd
Rendement op eigen vermogen (pre-taks)	14,7%	5,8%	Zo hoog mogelijk