

# Uitgebreide financiële analyse

## KPMG

### Inhoudsopgave

1.	Algemene samenvatting .....	3
1.1.1.	Algemene samenvatting .....	3
1.1.2.	Liquiditeit.....	3
1.1.3.	Solvabiliteit.....	4
1.1.4.	Rendabiliteit .....	4
1.1.5.	Werkkapitaal en kasbeheer .....	5
2.	Uitgebreide Financiële analyse van de jaarrekeningen .....	6
2.1.	Ratioberekening.....	8
2.2.	Bespreking financiële ratio's.....	8
2.2.1.	Liquiditeit.....	8
2.2.1.1.	Current ratio .....	9
2.2.1.2.	Quick ratio.....	9
2.2.1.3.	Cash ratio .....	10
2.2.2.	Solvabiliteit.....	10
2.2.2.1.	DSCR/Dekkingsgraad van de schuldenlast.....	11
2.2.2.2.	Dekkingsgraad van de financiële schulden .....	11
2.2.2.3.	Financiële hefboom .....	12
2.2.2.4.	Evolutie eigen vermogen .....	12
2.2.2.5.	Evolutie kapitaal.....	12
2.2.2.6.	Debt-to-Equity ratio .....	13
2.2.2.7.	Zelffinancieringsgraad/Debt coverage ratio.....	13
2.2.3.	Rendabiliteit .....	14
2.2.3.1.	Brutomarge .....	14
2.2.3.2.	Winstmarge voor belastingen .....	14
2.2.3.3.	REBITDA-marge .....	15
2.2.3.4.	Rendement van de totale activa/Return on Assets .....	15
2.2.3.5.	Rendement op eigen vermogen/Dupont Analyse.....	16
2.2.4.	Werkkapitaal en kasbeheer .....	17
2.2.4.1.	Netto-werkkapitaal .....	17
2.2.4.2.	Handelsschulden (% omzet).....	17
2.2.4.3.	Handelsvorderingen (% omzet).....	18
2.2.5.	DSO, DPO, DIO en cashconversiecyclus.....	18

2.2.5.1.	DSO .....	18
2.2.5.2.	DPO .....	19
2.2.5.3.	DIO.....	19
2.2.5.4.	Cashconversiecyclus .....	19
2.3.	Indeling Vlaamse energieleveranciers.....	21
2.4.	Uitgebreide analyse .....	23
2.4.1.	Samenvatting.....	23
2.4.2.	Liquiditeit.....	23
2.4.2.1.	Analyse per categorie van leverancier .....	24
2.4.3.	Solvabiliteit.....	32
2.4.3.1.	Analyse per categorie van leverancier .....	32
2.4.4.	Rendabiliteit .....	42
2.4.4.1.	Analyse per categorie van leverancier .....	42
2.4.5.	Werkkapitaal en kasbeheer .....	49
2.4.5.1.	Analyse per categorie van leverancier .....	50
3.	Lijst van figuren.....	58
4.	Bronnen .....	60

# 1. Algemene samenvatting

De Vlaamse Regulator van de Elektriciteits- en Gasmarkt (VREG) heeft op 6 september 2023 KPMG Advisory BV aangesteld om in zijn naam een financiële analyse uit te voeren van de energieleveranciers die actief zijn in Vlaanderen voor het jaar 2022. De analyse bevat ook historische data vanaf 2017. Het rapport heeft als doel het analyseren van de financiële toestand van de elektriciteits- en gasleveranciers actief in Vlaanderen alsook het benoemen van trends die een potentiële impact kunnen hebben op het bedrijfsvoeren van de energieleveranciers in de toekomst.

De geanalyseerde ondernemingen werden ingedeeld in drie types van energieleveranciers, namelijk i.) leveranciers met eigen productie, ii.) leveranciers met productie in de groep, iii.) leveranciers zonder productie. Meer uitleg vindt u verder in het rapport in sectie 2.3.

## 1.1.1. Algemene samenvatting

In het algemeen zien we voor 2022 een verderzetting van de trends die reeds zichtbaar waren in 2021. De hogere energieprijzen in het boekjaar van 2022 drukken op de marges van de energieleveranciers in Vlaanderen, met een negatieve winstmarge voor belastingen tot gevolg voor de leveranciers met eigen productie en productie in de groep. Deze zwakkere operationele resultaten worden gecombineerd met verder toenemende operationele schulden, onder de vorm van handelsschulden. Sinds de coronacrisis hebben de energieleveranciers hun financiële schulden afgebouwd en zijn ze een aanzienlijk grotere hoeveelheid handelsschulden aangegaan. Deze schuldverplichtingen worden echter steeds moeilijker te dragen. De energieleveranciers met eigen productie en zonder productie tekenen een omzetgroei van net geen 75% op voor het boekjaar, wat een versnelling is van de groei in 2021. De leveranciers met productie in de groep zien hun omzet echter wat terugvallen in 2022. Dezelfde verhoudingen zijn zichtbaar bij de evolutie van de totale activa. Procentueel gezien t.o.v. de omzet, hebben alle energieleveranciers minder handelsvorderingen op hun balans staan. Energieleveranciers moesten gemiddeld gezien dus minder lang wachten op de betalingen van hun klanten. Voor de handelsschulden is deze relatieve daling t.o.v. de omzet enkel te vinden bij de energieleveranciers zonder productie, zij betaalden gemiddeld genomen hun schuldeisers sneller in vergelijking met het vorige rapport. Voor de energieleveranciers met eigen productie en productie in de groep daalt de cashconversiecyclus in 2022 (verder) onder nul. Dit betekent dat deze energieleveranciers sneller hun aangekochte en geproduceerde goederen kunnen omzetten in cash.

## 1.1.2. Liquiditeit

Energieleveranciers zonder productie vertonen de meest gunstige liquide financiële positie. Dit wordt aangetoond via de current ratio (zie sectie 2.2.1.1) en quick ratio (zie sectie 2.2.1.2) die zich boven de theoretische norm, 1, bevinden. De andere types van energieleveranciers liggen onder deze norm en vertonen een licht dalende trend. Daarnaast houden de leveranciers zonder productie ook relatief de grootste cashbuffer aan in vergelijking met de andere leverancierstypes.

De oorlog in Oekraïne en de fluctuerende marktprijzen van elektriciteit en gas als gevolg, hebben een impact op de liquiditeit van alle energieleveranciers, maar natuurlijk een grotere impact op diegenen die hun energie via de markt aankopen. Deze afhankelijkheid van fluctuerende marktprijzen zou een

verklaring kunnen zijn voor de grotere cashbuffer aangehouden door de energieleveranciers zonder productie. Voor een uitgebreidere analyse van de liquiditeit zie sectie 2.4.2.

### 1.1.3. Solvabiliteit

De langlopende financiële schulden van de energieleveranciers met eigen productie zijn in 2022 verder gedaald. Binnen deze categorie van leveranciers, met uitzondering van Electrabel, ging dit gepaard met een stijging van de financiële schulden op ten hoogste 1 jaar. Het aandeel van de financiële schulden voor de energieleveranciers zonder productie is aanzienlijk lager dan van de energieleveranciers met eigen productie. Deze laatste hebben namelijk meer nood aan vaste activa, denk aan energie producerende installaties, en gaan dit vaak financieren met langlopende financiële schulden. Voor de energieleveranciers met productie in de groep dalen in 2022 de financiële schulden in zijn totaliteit. De energieleveranciers zonder productie laten echter een toename van zowel de korte als lange termijn financiële schulden optekenen.

Voor bepaalde organisaties, voornamelijk de energieleveranciers met eigen productie, blijft de schuldenlast moeilijk te dragen en dekt de REBITDA slechts 29% van de schuldenlast. Ondanks de beperkte financiële schulden zijn de operationele inkomsten onvoldoende om de schuldenlast te dragen. De andere types energieleveranciers zien hun dekkingsgraad van de schuldenlast, na de daling in 2021, verder dalen in 2022. Zij waren, vergelijking met 2021, in 2022 dus minder in staat om hun schulden op ten hoogste één jaar af te lossen.

Met uitzondering van de energieleveranciers zonder productie, nam de debt-to-equity (zie sectie 2.2.2.6) van energieleveranciers in Vlaanderen toe, bijna uitsluitend als gevolg van de sterke toename van de handelsschulden. Hiermee zet de trend van lage financiële schulden en sterk stijgende handelsschulden, voor het eerst zichtbaar in 2020, zich verder. Het kapitaal van de energieleveranciers blijft stabiel. Voor een uitgebreidere analyse van de solvabiliteit, zie sectie 2.4.3.

### 1.1.4. Rendabiliteit

We merken op dat de marges over de hele lijn verslechteren voor bijna alle energieleveranciers. De verzwakte marges laten zich ook trapsgewijs voelen doorheen de brutomarge, over de REBITDA-marge tot de winstmarge voor belastingen. Dit is te wijten aan de hogere aankooprijzen voor energie die de winstgevendheid van de leveranciers onder druk zetten. Ondanks de kleinere afhankelijkheid van de marktprijs voor de aankoop van energie, vertonen de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) dezelfde neerwaartse trend voor de brutomarge. De REBITDA-marge en winstmarge voor belastingen van de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) doorbreken deze trend echter met een toename in 2022.

Voor het eerst in 6 jaar is er een duidelijke stijging van het rendement van de totale activa (zie sectie 2.2.3.4) voor de energieleveranciers zonder productie en met eigen productie. Dit is het gevolg van een vertraging van de aangroei van activa en een versnelling van de omzetgroei t.o.v. 2021. Tussen 2021 en 2022 steeg hun omzet met net geen 50%. Aan de andere kant zien de energieleveranciers met productie in de groep hun totale activa verkleinen en de omzet dalen.

Ook de vermogensmultiplicator (die de verhouding meet tussen het totale vermogen van een onderneming en haar eigen vermogen, zie sectie 2.2.3.5) zet zijn groei verder voor de

energieleveranciers met eigen productie en leveranciers met productie in de groep ten gevolge van een beperkte daling van het eigen vermogen en de toename in activa. Voor de energieleveranciers met productie in de groep zien we zelfs meer dan een verdubbeling van de vermogensmultiplicator. Deze stijging van de vermogensmultiplicator in 2022 is bijna uitsluitend toe te schrijven aan de verdere toename van de handelsschulden. Deze toename in handelsschulden is ook zichtbaar voor de energieleveranciers zonder productie, maar door de sterkere toename van hun eigen vermogen, zien zij de vermogensmultiplicator dalen. Voor een uitgebreidere analyse van de solvabiliteit, zie sectie 2.4.4.

#### 1.1.5. Werkkapitaal en kasbeheer

Het netto-werkkapitaal (zie sectie 2.2.4.1) is, behalve voor de energieleveranciers zonder productie, negatief en vertoont een licht dalende trend. Met uitzondering van de leveranciers met productie in de groep, dalen voor de energieleveranciers in Vlaanderen in 2022 het aantal dagen klantenkrediet (Days Sales Outstanding (DSO), zie sectie 2.2.5.1), het aantal dagen leverancierskrediet (Days Payable Outstanding (DPO), zie sectie 2.2.5.2) en het aantal dagen in voorraad (Days Inventory Outstanding (DIO), zie sectie 2.2.5.3). Bijgevolg kent de cashconversiecyclus in 2022 een daling, behalve bij de leveranciers zonder productie. Dit betekent dat de energieleveranciers met eigen productie en leveranciers met productie in de groep sneller hun aangekochte en geproduceerde goederen kunnen omzetten in cash. Voor een uitgebreidere analyse van het werkkapitaal en kasbeheer, zie sectie 2.4.5.

## 2. Uitgebreide Financiële analyse van de jaarrekeningen

De hoofdpdracht van het project bestaat uit een uitgebreide financiële analyse van de jaarrekeningen over het meest recente boekjaar van alle actieve energieleveranciers in Vlaanderen. De analyse gebeurt enkel op basis van publiek beschikbare informatie.

Volgende elementen werden beschouwd als publiek beschikbare informatie:

- Neergelegde jaarrekeningen bij de Nationale Bank van België (<https://consult.csbo.nbb.be/>);
- Voor energieleveranciers die publiceren aan de hand van een verkort model van de jaarrekening vroeg de VREG de omzetcijfers op;
- Voor buitenlandse energieleveranciers met een geconsolideerde financiële rapportering vroeg de VREG de jaarrekeningen op.

Een analyse op basis van publiek beschikbare data heeft echter bepaalde beperkingen:

- 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 eindejaarbalsen, 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 slechts beperkt toe in te schatten of een energieleverancier al dan niet in moeilijkheden zal komen in de toekomst.
- Belgische ondernemingen voldoen aan hun rapporteringsverplichtingen door middel van de neerlegging van hun cijfers in de vorm van enkelvoudige jaarrekeningen (in standaardmodel) bij de Nationale Bank van België. Afhankelijk van het gemiddeld personeelsbestand, de jaaromzet en het balanstotaal zijn ondernemingen verplicht om hun jaarrekeningen neer te leggen in volledig model of krijgen ze de keuze om dit te doen in verkort of micromodel. De verschillende modellen vergen elk een andere diepgang van de rapportering, met het volledig model de meest uitgebreide vorm. De vereisten van het verkort en micromodel zijn minder strikt en laten ondernemingen toe om cijfers te groeperen onder grotere noemers.
- 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 die moeilijk van elkaar te onderscheiden zijn in de cijfers). Buitenlandse spelers opereren op een veel grotere schaal dan Belgische entiteiten en rapporteren vaak door middel van geconsolideerde jaarrekeningen, hetgeen additionele verschillen met zich meebrengt. In een

geconsolideerde jaarrekening worden namelijk intra-groepstransacties tegenover elkaar geëlimineerd. Dit maakt het moeilijk om het precieze aandeel van een energieleverancier actief in Vlaanderen uit de cijfers van een geconsolideerde jaarrekening te halen.

- Winst en verlies zijn boekhoudkundige begrippen die beïnvloedbaar zijn. Doorgaans maken de elektriciteits- en gasleveranciers gebruik van “hedging”, hetgeen een impact heeft op de gerapporteerde winst/verlies cijfers. 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 energieprijzen doordat opslag van elektriciteit en aardgasopslag op grote schaal moeilijk is. Een energieproducent kan zich bijvoorbeeld indekken tegen een dalende energieprijzen, 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 publiek beschikbaar en we kunnen deze niet gebruiken in onze analyse.

De termijnen van enkele jaarrekeningen weerspiegelen een langere termijn dan 12 maanden wegens een wijziging van het fiscale jaar. Deze wijziging heeft geen invloed voor de balansposities van deze energieleveranciers, aangezien de balansrekeningen een momentweergave voorstellen. Echter heeft dit wel een impact op de resultatenrekening, aangezien de resultatenrekening alle inkomsten en uitgaven overheen het boekjaar weergeven en deze nu betrekking heeft over een langere periode.

- Eneco Belgium heeft een laatste jaarrekening neergelegd met normale termijn op 31 december 2021. Hierna heeft de onderneming pas opnieuw een jaarrekening neergelegd op 31 maart 2023. Deze jaarrekening weerspiegelt dus 15 maanden. Dit heeft ook als gevolg dat er voor 2022 geen jaarrekening is terug te vinden. Gezien de grootte van Eneco Belgium en het ontbreken van de cijfers voor 2022, is er een lichte vertekening van de resultaten voor de categorie van energieleveranciers met productie in de groep.
- Elexys heeft een laatste jaarrekening neergelegd met normale termijn op 31 december 2020. Hierna heeft de onderneming pas opnieuw een jaarrekening neergelegd op 30 september 2022. Deze jaarrekening weerspiegelt dus 21 maanden. Dit heeft ook als gevolg dat er voor 2021 geen jaarrekening is terug te vinden.

Voor de buitenlandse energieleveranciers RWE Supply & Trading en GETEC Energie is de publiek beschikbare informatie te beperkt om de uitgebreide analyse op uit te voeren. Zij vallen dan ook buiten dit rapport.

## 2.1. Ratioberekening

Voor de berekening van de verschillende financiële ratio's werd er steeds gebruik gemaakt van algemeen geaccepteerde formules. Bij elke berekende ratio, besproken in sectie 2.1.2 tot en met sectie 2.1.6, werden de bijhorende rekeningcodes vermeld. Deze rekeningcodes komen overeen met de rubrieken in de jaarrekening van een standaard Belgisch jaarverslag.

In dit rapport wordt er steeds gebruik gemaakt van de REBITDA i.p.v. de EBITDA. De Recurring Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization bekijkt enkel de recurrente (Recurring) bedrijfsopbrengsten en -kosten en neemt de niet-recurrente niet in acht. Als gevolg van de volatiliteit, die de afgelopen jaren de energiesector tekende, geeft de REBITDA een stabiel en accurater beeld van de financiële toestand van de energieleveranciers.

## 2.2. Bespreking financiële ratio's

Om de financiële gezondheid van een bedrijf volledig en correct te analyseren, kan gebruik gemaakt worden van kwantitatieve onderzoeksmethoden. De ratioanalyse is hier uiterst geschikt voor. Elk van deze ratio's laat toe om de evolutie van een bedrijf doorheen de tijd, alsook in vergelijking met sectorgenoten, te analyseren<sup>i</sup>.

Op basis van de financiële analyse wordt er nagegaan of er eventueel alarmerende zaken zijn, dan wel zaken die kunnen aangeven dat bepaalde spelers zich in financiële problemen bevinden of zouden kunnen bevinden in de nabije toekomst.

De ratioanalyse bekijkt ratio's die onder te brengen zijn in 5 subcategorieën (liquiditeit, solvabiliteit, rendabiliteit, werkkapitaal en cashconversiecyclus). In volgende hoofdstukken wordt er voor de vijf categorieën, per ratio, extra duiding gegeven.

Voor ieder van de financiële ratio's hebben we steeds de algemeen geaccepteerde formule gebruikt. Bij elk van de ratio's geven we in de formule ook weer met welke rubriek van een standaard jaarrekening elke term overeenkomt.

### 2.2.1. Liquiditeit

Liquiditeit geeft aan in welke mate een bedrijf al dan niet in staat is haar uitstaande kortlopende schulden af te betalen zonder (extra) externe financiering. Onder schulden op korte termijn worden schulden op hoogstens één jaar verstaan. Doorgaans wordt er gekeken naar de aanwezigheid en beschikbaarheid van cash en vlottende activa die op relatief korte tijd in cash kunnen worden omgezet. Wanneer een bedrijf in staat is al haar schulden op korte termijn af te lossen, spreekt men over een liquide onderneming, i.p.v. een illiquide onderneming wanneer dit niet het geval is. Een bedrijf zou, in theorie, meer vlottende activa moeten bezitten, dan ze kortlopende schuldverplichtingen heeft<sup>ii</sup>. De liquiditeit van een onderneming is afhankelijk van de hoeveelheid liquide middelen een onderneming zou ontvangen bij het, op korte termijn, te gelde maken van het actief en de snelheid waarmee dit kan gebeuren.

De volgende ratio's geven vanuit verschillende perspectieven duiding over de liquiditeitspositie van een onderneming.



### 2.2.1.1. Current ratio

De current ratio bestudeert de liquiditeit van een onderneming in de meest brede zin, daar het alle (beperkt) vlottende activa (met name voorraden) in acht neemt. De financiële ratio veronderstelt namelijk dat die activa relatief snel omgezet kunnen worden in cash om de kortlopende schulden af te lossen.

$$\text{Current ratio} = \frac{(\text{Beperkte}) \text{ Vlottende activa}}{\text{Schulden op ten hoogste 1 jaar}}$$

De berekening van de current ratio gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Current ratio} = \frac{(29/58) - (29)}{(42/48)}$$

Als theoretische benchmarkwaarde wordt gangbaar de waarde 1 genomen, aangezien dit het bedrijf in staat stelt om aan alle schulden op korte termijn te voldoen met vlottende activa. Een current ratio onder de 1 geeft aan dat een onderneming problemen kan hebben om aan zijn kortetermijnverplichtingen te voldoen of externe financiering vereist om aan de betalingsverplichtingen te voldoen, wat additionele kosten met zich meebrengt.

De current ratio is gelinkt aan het netto-werkkapitaal. Een positief netto-werkkapitaal zou namelijk betekenen dat een onderneming een current ratio groter dan 1 heeft. Omgekeerd zou een negatief netto-werkkapitaal overeenstemmen met een current ratio tussen 0 en 1.

Hoe hoger de current ratio, hoe groter het netto-bedrijfskapitaal, hoe groter de veiligheidsmarge tegen problemen met het te gelde maken van de beperkt vlottende activa om aan de korte termijn betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Een te hoge ratio in vergelijking met sectorgenoten zou kunnen indiceren dat het management de activa niet efficiënt gebruikt.

### 2.2.1.2. Quick ratio

De quick ratio, ook wel acid test genoemd, geeft een conservatievere benadering van de liquiditeit van een onderneming t.o.v. de current ratio, gezien laatstgenoemde voorraden en bestellingen in uitvoering in acht neemt. Deze zijn niet altijd makkelijk in cash om te zetten. Gebruikelijk neemt de quick ratio enkel activa in rekening die in maximaal 90 dagen converteerbaar zijn in cash<sup>iii</sup>. Deze termen, hieronder vermeld in de teller van de vergelijking, worden in de uitgebreide analyse geaggregeerd onder de term "quick assets".

$$\text{Quick ratio} = \frac{(\text{Vorderingen op ten hoogste 1 jaar} + \text{Liquide middelen} + \text{Geldbeleggingen})}{(\text{Schulden op ten hoogste 1 jaar})}$$

De berekening van de quick ratio gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Quick ratio} = \frac{(40/41) + (54/58) + (50/53)}{(42/48)}$$

De theoretische benchmarkwaarde is hier opnieuw 1, aangezien dit zou betekenen dat de onderneming in staat is alle kortlopende schulden af te betalen met liquide middelen, zelfs wanneer dit op korte termijn (max. 90 dagen) zou moeten gebeuren. De quick ratio van een onderneming is gelijk aan of (doorgaans) lager dan zijn current ratio aangezien de laatstgenoemde de voorraden en bestellingen in uitvoering mee in acht neemt<sup>iv</sup>. Een te hoge quick ratio, net zoals bij de current ratio, is niet gewenst aangezien dit invloed heeft op de rendabiliteit. Dit zou kunnen betekenen dat een onderneming enerzijds een grote, ongebruikte cashpositie heeft boven op de cash die zij zou kunnen gebruiken voor winst genererende investeringen of anderzijds een grote hoeveelheid vorderingen heeft uitstaan, die altijd een mate van onzekerheid en dus risico dragen.

### 2.2.1.3. Cash ratio

De cash ratio is de meest conservatieve ratio met betrekking tot de liquiditeit van een onderneming, gezien deze enkel cash in acht neemt. Voorraden en vorderingen op ten hoogste 1 jaar, zoals gebruikt bij voorgaande ratio's, zijn niet altijd snel om te zetten in cash om directe wanbetalingen te verhinderen. De cash ratio bekijkt enkel de meest liquide middelen die een bedrijf ter beschikking heeft om haar schulden op korte termijn af te betalen

$$\text{Cash ratio} = \frac{\text{Liquide middelen} + \text{Geldbeleggingen}}{\text{(Schulden op ten hoogste 1 jaar)}}$$

De berekening van de cash ratio gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Cash ratio} = \frac{(54/58) + (50/53)}{(42/48)}$$

Gezien de aanzienlijke hoeveelheid handelsvorderingen op de balans van de meeste leveranciers, zal de cash ratio een diepgaander beeld geven van de absolute liquiditeit van de geanalyseerde leveranciers. De cash ratio geeft de terugbetalingscapaciteit van een onderneming weer, zonder dat zij activa moeten verkopen of liquideren. De ratio is een indicator van de waarde van het bedrijf in een worst-case scenario. De theoretische benchmarkwaarde van 1 geeft aan dat een onderneming in staat is zijn kortetermijnschulden af te lossen met enkel cash en cash equivalenten. Een waarde groter dan 1 geeft aan dat de onderneming meer cash en cash equivalenten bezit dan het korte-termijnschulden heeft. Terwijl een hogere cash ratio normaal gesproken beter is, zijn hier grenzen aan. Een te hoge ratio zou een indicator kunnen zijn dat de onderneming een negatieve uitkijk heeft op toekomstige winstgevendheid en een buffer aan het bouwen is. Het zou ook kunnen wijzen op een beperkte benutting van leningen aan lage kosten en/of het niet grijpen van mogelijks winstgevende opportuniteiten.

### 2.2.2. Solvabiliteit

Solvabiliteit duidt op het vermogen van een bedrijf om haar financiële verplichtingen na te komen en bepaalt hun kredietwaardigheid. Voor ondernemingen heeft dit betrekking op de terugbetaling van rente en hoofdsom op schulden of leases op korte en lange termijn. Hoewel liquiditeit niet direct gerelateerd is aan solvabiliteit, geven liquiditeitsratio's een eerste verwachting over de solvabiliteit van een bedrijf. De mate waarin een onderneming vreemd vermogen kan verwerven, is deels afhankelijk van de hoeveelheid kasmiddelen en het risico gelinkt aan het nakomen van de schuldverplichtingen.

Daarenboven is een voldoende liquide onderneming in staat om aan zijn rente- en schuldverplichtingen te voldoen.

Een solvabele onderneming is in staat om zijn activiteiten in de nabije toekomst uit te voeren. Een insolvable onderneming zou nog een tijd kunnen functioneren, zolang zij liquide is en blijft.

### 2.2.2.1. DSCR/Dekkingsgraad van de schuldenlast

De Debt Service Coverage Ratio (DSCR) of dekkingsgraad van de schuldenlast geeft aan of de energieleverancier over voldoende kasstromen beschikt om aan de schuldverplichtingen op korte termijn te voldoen. Deze ratio geeft een conservatief beeld over de korte termijn terugbetalingscapaciteit, gezien het ook financiële kosten (bv. interestbetalingen) in acht neemt.

$$\text{Debt Service Coverage Ratio} = \frac{\text{REBITDA}}{(\text{schuldenverplichtingen op korte termijn} + \text{financiële kosten})}$$

De berekening van de Debt Service Coverage Ratio gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Debt Service Coverage Ratio} = \frac{(9901) + (630) + (631/4) + (635/8) + (66A) - (76A)}{(42) + (43) + (65)}$$

Een DSCR onder 1 zou betekenen dat een energieleverancier niet in staat is om zijn schulden op ten hoogste één jaar volledig af te betalen (bv. een DSCR van 0,97 geeft aan dat een leverancier slechts in staat is om 97% van de schulden af te lossen). Een ratio gelijk aan 1 geeft aan dat 100% van het netto-inkomen naar het betalen van schulden gaat en dit maakt de leverancier kwetsbaar bij veranderingen in de cashflow<sup>v</sup>. Een DSCR groter dan 1 toont aan dat er voldoende inkomsten gegenereerd worden om meer dan alleen de schulden op korte termijn af te lossen. De theoretische benchmarkwaarde is gelijk aan 1, maar de DSCR is sterk sectorgebonden.

### 2.2.2.2. Dekkingsgraad van de financiële schulden

Waar de DSCR-ratio voornamelijk op de nabije toekomst focust, neemt de dekkingsgraad van de financiële schulden ook lange termijn financiële schulden in acht. Deze ratio geeft aan hoelang een energieleverancier er over doet om de financiële schuld af te betalen met de jaarlijkse inkomsten die het heeft. In tegenstelling tot de DSCR, neemt deze ratio echter geen financiële kosten (zoals o.a. interesten) in acht. De dekkingsgraad van financiële schulden biedt een handige manier om bedrijven binnen dezelfde sector te vergelijken, omdat deze ratio geen invloed ondervindt van de specifieke manier waarop een bedrijf gefinancierd is (eigen vermogen tegenover vreemd vermogen) of van niet-financiële activa die het bezit. Door enkel en alleen te kijken naar de financiële schulden kunnen de afbetalingscapaciteiten van bedrijven met verschillende financiële hefboomen met elkaar vergeleken worden.

$$\begin{aligned} &\text{Dekkingsgraad van de financiële schulden} \\ &= \frac{\text{Fin. schulden (LT)} + \text{Schulden} > 1 \text{ jaar die binnen het jaar vervallen} + \text{Fin. schulden (KT)}}{\text{REBITDA}} \end{aligned}$$

De berekening van de dekkingsgraad van de financiële schulden gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Dekkingsgraad van de financiële schulden} = \frac{(170/4) + (42) + (43)}{(9901) + (630) + (631/4) + (635/8) + (66A) - (76A)}$$

Hoe hoger de dekkingsgraad van de financiële schulden, hoe zwaarder de financiële schuldenlast is voor de onderneming. De dekkingsgraad zal groter worden naarmate de financiële langlopende schulden stijgen, en/of de jaarlijkse inkomsten (REBITDA) van de onderneming dalen. De norm van de dekkingsgraad is sectorspecifiek.

### 2.2.2.3. Financiële hefboom

De financiële hefboom bekijkt hoe de financiële schulden (zowel op korte termijn als lange termijn) zich verhouden tot het eigen vermogen. Hoe hoger deze ratio, hoe hoger de afhankelijkheid van vreemd vermogen. Zowel hoge als lage waarden voor deze ratio hebben voor- en nadelen, waarbij een hoge ratio staat voor een agressiever beleid met meer risico's. Een lagere ratio kan wijzen op een eerder defensief beleid, waarbij vreemd vermogen onvoldoende benut wordt.

$$\begin{aligned} &\text{Financiële hefboom} \\ &= \frac{\text{Fin. Schulden (LT)} + \text{Schulden} > 1 \text{ jaar die binnen het jaar vervallen} + \text{Fin. Schulden (KT)}}{\text{Eigen vermogen}} \end{aligned}$$

De berekening van de financiële hefboom gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Financiële hefboom} = \frac{(170/4) + (42) + (43)}{(10/15)}$$

De norm van een financiële hefboom is sectorspecifiek en mag bijgevolg dus enkel vergeleken worden met ondernemingen binnen dezelfde sector.

### 2.2.2.4. Evolutie eigen vermogen

Het eigen vermogen, wat naast het kapitaal en reserves ook overgedragen winst/verlies bevat, is een belangrijk kengetal om doorheen de tijd te evalueren, om eventuele trends m.b.t. overgedragen resultaten waar te nemen.

De berekening van het eigen vermogen gebeurt op basis van volgende rekening:

$$\text{Eigen vermogen} = (10 / 15)$$

De passiefzijde van de balans bestaat uit eigen vermogen en vreemd vermogen (de schulden).

### 2.2.2.5. Evolutie kapitaal

Gegeven er op Europees niveau gesproken wordt over kapitaalvereisten voor energieleveranciers, is het aangewezen om het kapitaal van de verschillende energieleveranciers te bekijken en te vergelijken doorheen de tijd. De vergelijking met het eigen vermogen, wat elk jaar evolueert, kan inzichten verschaffen in de nood aan een kapitaalvereiste voor energieleveranciers.

De berekening van het kapitaal gebeurt op basis van volgende rekening

$$Kapitaal = (10)$$

#### 2.2.2.6. Debt-to-Equity ratio

De Debt-to-Equity ratio geeft aan in welke mate het bedrijf schulden aangaat dan wel eigen vermogen gebruikt om de activa te financieren. Hier wordt rekening gehouden met de totale schuld, in vergelijking met de financiële hefboom ratio, waar er enkel gekeken werd naar de financiële schuld. Deze ratio, die de totale schuld t.o.v. het eigen vermogen plaatst, is een maatstaf voor de solvabiliteit en de financiële hefboomwerking.

$$Debt - to - Equity = \frac{Totale\ schuld}{Eigen\ vermogen}$$

De berekening van de debt-to-equity ratio gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$Debt - to - equity = \frac{(17/49)}{(10/15)}$$

Bij de vergelijking van energieleveranciers duidt een hogere Debt-to-Equity ratio aan dat de energieleverancier meer risico neemt dan sectorgenoten. Een lage(re) ratio zou kunnen betekenen dat een onderneming niet ten volle van de voordelen van schuldfinanciering gebruik maakt<sup>vi</sup>.

#### 2.2.2.7. Zelffinancieringsgraad/Debt coverage ratio

De zelffinancieringsgraad bekijkt in welke mate een onderneming zelf gegenereerde middelen, zoals reserves en overgedragen winst/verlies, als financiële buffer heeft t.o.v. het totale vermogen. De gegenereerde middelen kunnen later dienen bij de financiering van de bedrijfsvoering. Deze ratio bekijkt de gecumuleerde rendabiliteit uit de voorgaande jaren, inclusief het huidig boekjaar, en is daardoor ook afhankelijk van de leeftijd van de onderneming. Het geeft ook inzicht in de gevolgde dividend- en reserveringspolitiek.

$$Debt\ coverage\ ratio = \frac{Reserves + overgedragen\ winst/verlies}{Totaal\ vermogen}$$

De berekening van de debt coverage ratio gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$Debt\ coverage\ ratio = \frac{(13) + (14)}{(10/49)}$$

Door de cumulatieve aard van de ratio is een lage waarde niet meteen zorgwekkend, maar moet deze beoordeeld worden o.b.v. de leeftijd van de onderneming en de dividend- en reserveringspolitiek. We kunnen concluderen dat een hogere zelffinancieringsgraad op een lager financieel risico duidt. De zelffinancieringsgraad is bijgevolg dan ook een cruciaal onderdeel van falingspredictie.

### 2.2.3. Rendabiliteit

Rendabiliteit gaat na hoe de winst zich verhoudt tot de grootte van een onderneming, het is een maatstaf voor de efficiëntie van de ingezette middelen, dit door middel van de kosten in relatie tot de opbrengsten te bekijken. Een onderneming met voldoende hoge rendabiliteit zal gemakkelijker toegang hebben tot andere vermogensbronnen zoals nieuw aandelenkapitaal of leningen bij financiële instellingen.

Waar er bij liquiditeit gekeken wordt naar de kasinkomsten en -uitgaven, wordt er bij rendabiliteit gekeken naar de kosten en opbrengsten van een bepaalde periode. Opbrengsten en kasinkomsten van die opbrengsten gebeuren niet altijd op hetzelfde ogenblik. Naast het verschil in tijd, zijn er ook kasinkomsten die geen opbrengsten zijn (kapitaalverhogingen en leningen), alsook opbrengsten die geen kasinkomsten zijn (terugneming van waardeverminderingen). Ook voor kasuitgaven en kosten zijn er verschillen. Zo zijn er kasuitgaven die geen kosten zijn (investeringsuitgaven) en kosten die geen kasuitgaven zijn (afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen).

#### 2.2.3.1. *Brutomarge*

De brutomarge geeft de winst weer als een percentage van de omzet, na aftrek van de kosten van de ingekochte goederen en diensten die nodig waren om de omzet te genereren. De brutomarge geeft procentueel weer hoeveel brutowinst een onderneming overhoudt van elke euro omzet. De brutowinst wordt berekend door de kost van handelsgoederen, grond- en hulpstoffen van de omzet en de toename (of afname) in de voorraad van goederen in bewerking, gereed product en bestellingen in uitvoering af te trekken.

$$\text{Brutomarge} = \frac{\text{Brutowinst}}{\text{Omzet}}$$

De berekening van de brutomarge gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Brutomarge} = \frac{(70) + (71) - (60)}{(70)}$$

Hoe hoger de brutomarge, hoe meer brutowinst een onderneming overhoudt van hun omzet/operationele activiteiten om andere kosten of schulden te betalen of om nieuwe projecten te financieren.

#### 2.2.3.2. *Winstmarge voor belastingen*

De winstmarge voor belastingen geeft de winst voor belastingen weer als een percentage van de omzet en brengt de operationele efficiëntie van de onderneming mee in kaart. Het zet de commerciële activiteit af tegen de operationele kosten en de financiële kosten, zowel vast als variabel. Vaste kosten zijn kosten die betaald moeten worden door de energieleveranciers onafhankelijk van de operationele activiteiten. Bijvoorbeeld energieopwekkende installaties, tot hypothecaire leningen voor kantoorgebouwen. Variabele kosten zijn kosten die afhankelijk zijn van de bedrijfsvoering. Bijvoorbeeld kosten verbonden aan het opwekken van energie, tot verbruiksgoederen in de kantoren. Met andere woorden meet het de effectiviteit van de onderneming om kosten te onderdrukken, terwijl het de opbrengsten laat stijgen. Deze ratio geeft dan weer hoe goed het bedrijf hierin slaagt. De winstmarge voor belasting laat een

meer praktische vergelijking tussen sectorgenoten toe door het wegnemen van versturende effecten van verschillende fiscale structuren (op belastingen)<sup>vii</sup>.

$$\text{Winstmarge voor belastingen} = \frac{\text{Winst (verlies) van het boekjaar voor belastingen}}{\text{Omzet}}$$

De berekening van de winstmarge voor belastingen gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Winstmarge voor belastingen} = \frac{(9903)}{(70)}$$

De winstmarge voor belastingen is een indicator van de financiële groei­kracht en de toekomstige overlevingsmogelijkheden van de onderneming. De winstmarge voor belastingen moet voldoende hoog zijn om de groei te helpen financieren, dividenden uit te keren, nodige investeringen te doen om de toekomst veilig te stellen en risico's te financieren, maar is echter erg sectorspecifiek.

### 2.2.3.3. REBITDA-marge

De REBITDA-marge is een maatstaf die de operationele winstgevendheid en cashflows van een onderneming meet. Gezien dit een percentuele ratio is, is het mogelijk om bedrijven van verschillende grootteordes (binnen dezelfde sector) te vergelijken. Er wordt gekozen om de berekeningen te maken met de REBITDA in plaats van met de EBITDA. Gegeven de volatiliteit die de afgelopen jaren tekende, geeft de REBITDA een meer accuraat beeld. Deze neemt namelijk niet-recurrente opbrengsten en kosten niet in acht.

$$\text{REBITDA} - \text{marge} = \frac{\text{REBITDA}}{\text{Omzet}}$$

De berekening van de REBITDA-marge gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{REBITDA} - \text{marge} = \frac{(9901) + (630) + (631/4) + (635/8) + (66A) - (76A)}{(70)}$$

Hoe hoger de marge, hoe beter de onderneming in staat is winst te genereren door prijs­zetting en besparingsinspanningen en hoe lager de operationele kosten zijn in verhouding met de omzet.

### 2.2.3.4. Rendement van de totale activa/Return on Assets

Deze ratio geeft weer hoe efficiënt een onderneming gebruik maakt van zijn activa voor het genereren van de omzet.

$$\text{Rendement van de totale activa} = \frac{\text{Omzet}}{\text{Totale activa}}$$

De berekening van het rendement van de totale activa gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Rendement van de totale activa} = \frac{(70)}{(20/58)}$$

De Return on Assets (ROA) ratio geeft aan hoeveel omzet een onderneming kan bekomen per ingezette euro aan activa. Een hoge ROA duidt op een efficiënt en productief gebruik van de activa van een onderneming. Ook deze ratio is erg sectorafhankelijk.

#### 2.2.3.5. Rendement op eigen vermogen/Dupont Analyse

Om extra inzicht te krijgen in de samenstelling van het rendement op eigen vermogen (ROE), wordt er gebruik gemaakt van de DuPont-analyse.

Eigen vermogen is namelijk totale activa min schulden. De multiplicator wordt daarom groter wanneer een onderneming meer schulden aangaat om zijn activa te financieren. Te weinig gebruik maken van de vermogensmultiplicator kan nadelig zijn voor bedrijven in vergelijking met hun concurrenten, maar te veel schuldfinanciering gebruiken, en daardoor de vermogensmultiplicator onnodig hoog laten groeien, kan disproportionele risico's met zich meebrengen. Het rendement op eigen vermogen is een percentage, wat het toelaat om bedrijven van verschillende groottes te vergelijken, maar het kengetal is echter sectorspecifiek en mag dus enkel vergeleken worden met die van sectorgenoten.

Door de uitsplitsing van het rendement op eigen vermogen in de drie onderdelen onder de DuPont-analyse, kunnen stijgingen en dalingen, maar ook onderlinge veranderingen bij een constant blijvend rendement, verklaard worden door de achterliggende mechanismen. Het maakt het mogelijk om veranderingen te duiden en aan te geven of zij systematisch voor problemen kunnen zorgen of niet. Deze problemen kunnen het gevolg zijn van een daling in de efficiëntie, hetgeen duidt op een daling van het rendement van de totale activa, of van een daling in de winstgevendheid, hetgeen duidt op een daling van de winstmarge voor belastingen. Als één of meerdere van deze onderdelen jaar na jaar daalt kan dit wijzen op structurele problemen in de bedrijfsvoering.

Voor de uitleg over de winstmarge voor belastingen en rendement van de totale activa, zie sectie 2.2.3.2 en sectie 2.2.3.4 respectievelijk. De vermogensmultiplicator geeft de financieringswijze van een onderneming weer, door indirect de schuldfinanciering van activa te analyseren.

*Rendement op eigen vermogen*

= *Winstmarge voor belastingen x Rendement van de totale activa x vermogensmultiplicator*

$$= \frac{\text{Winst (verlies) van het boekjaar voor belastingen}}{\text{Omzet}} \times \frac{\text{Omzet}}{\text{Totale activa}} \times \frac{\text{Totale activa}}{\text{Eigen vermogen}}$$

De berekening van het rendement op eigen vermogen gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Rendement op eigen vermogen} = \frac{(9903)}{(70)} \times \frac{(70)}{(20/58)} \times \frac{(20/58)}{(10/15)}$$

Zoals eerder vermeld zou een stijgende winstmarge voor belastingen positief zijn aangezien het betekent dat de energieleverancier beter in staat is om zijn groei en investeringen te blijven financieren. Een stijgend rendement van de totale activa is ook wenselijk aangezien dit aangeeft dat de onderneming meer omzet dan ervoor kan genereren met dezelfde hoeveelheid activa. Een verandering van de vermogensmultiplicator is situatieafhankelijk en moet dus altijd voldoende geduid worden.



Het rendement op eigen vermogen toont de capaciteit van het bedrijf om investeringen in eigen vermogen om te zetten in winst. Het geeft weer hoeveel winst er kan gegenereerd worden voor elke euro die geïnvesteerd werd in het eigen vermogen. Een hogere waarde van het rendement op eigen vermogen geeft aan dat er per geïnvesteerde euro in het eigen vermogen meer winst (voor belastingen) wordt gerealiseerd<sup>viii</sup>. De waarde van het rendement op eigen vermogen is sectorspecifiek en mag dus enkel vergeleken worden voor ondernemingen actief in dezelfde sector.

#### 2.2.4. Werkkapitaal en kasbeheer

Werkkapitaal kan gebruikt worden om de korte termijn liquiditeit en financiële gezondheid van een onderneming te beoordelen.

##### 2.2.4.1. Netto-werkkapitaal

Het netto-werkkapitaal is het kapitaal dat bedrijven nodig hebben om aan dagelijkse financiële verplichtingen te voldoen. De vlottende activa bevatten onder andere de voorraden en handelsvorderingen op ten hoogste 1 jaar. De vlottende passiva bevatten alle schulden op ten hoogste 1 jaar. Beiden zijn belangrijk in het bepalen van de beschikbare cashflow van een onderneming<sup>ix</sup>.

$$\text{Netto – werkkapitaal} = \text{Vlottende activa} - \text{Vlottende passiva}$$

De berekening van het rendement van het netto-werkkapitaal gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Netto – werkkapitaal} = ((3) + (40/41) + (50/53) + (54/58) + (490/1)) - (42/48)$$

Theoretisch gezien is een positief netto-werkkapitaal een minimale vereiste aangezien dit het voor een onderneming mogelijk maakt om de huidige activiteiten te financieren en tegelijkertijd te investeren in toekomstige activiteiten en groei. Een hoog netto-werkkapitaal aan de andere kant is niet altijd goed. Het zou kunnen wijzen op een teveel aan voorraden, inefficiënt gebruik van cash voor investeringen of het niet ten volle genieten van (lage kost) schuldfinancieringsmogelijkheden.

##### 2.2.4.2. Handelsschulden (% omzet)

Handelsschulden, als een percentage van de omzet, geeft een indicatie van hoe ondernemingen het geld dat ze verschuldigd zijn aan hun leveranciers gebruiken als goedkope financieringsmethode. De snelheid waarmee een bedrijf haar leveranciers betaalt, wordt veelal bepaald door de sector. Grote handelsschulden zijn niet altijd problematisch en zouden erop kunnen wijzen dat een bedrijf uitstekende betalingsvoorwaarden voor leveranciers heeft kunnen onderhandelen.

$$\text{Handelsschulden (\% omzet)} = \frac{\text{Totale handelsschulden}}{\text{Omzet}}$$

De berekening van de handelsschulden als een percentage van de omzet gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Handelsschulden (\% omzet)} = \frac{(44) + (175)}{(70)}$$

Een hogere ratio betekent mogelijks dat een onderneming het geld van zijn leveranciers gebruikt als een goedkope financieringsbron.

#### 2.2.4.3. Handelsvorderingen (% omzet)

Handelsvorderingen, als een percentage van de omzet, meet procentueel gezien hoeveel van de verkopen van de onderneming gebeurd zijn waarvan de betaling nog niet is geïnd (in financiële termen op kredietbasis). De vooraf afgesproken betalingstermijn bepaalt hoe lang de klanten de tijd krijgen tussen het ontvangen van de goederen of diensten en het betalen ervan (voor meer informatie zie sectie 2.2.5.1). Aangezien het geld van de verkopen in de handelsvorderingen nog niet geïnd zijn, hebben deze een impact op de cashflow van de onderneming.

$$\text{Handelsvorderingen (\% omzet)} = \frac{\text{Totale handelsvorderingen}}{\text{Omzet}}$$

De berekening van de handelsvorderingen, als een percentage van de omzet gebeurt op basis van volgende rekeningen:

$$\text{Handelsvorderingen (\% omzet)} = \frac{(40) + (290)}{(70)}$$

Als een onderneming een groter percentage van zijn verkopen als handelsvorderingen heeft, kan dit op korte termijn voor liquiditeitsproblemen zorgen in moeilijke economische tijden of tijdens trage verkoopcycli, aangezien het geld van deze verkopen nog niet geïnd is. Over het algemeen zijn lage handelsvorderingen als een percentage van de omzet altijd gunstig aangezien dit aangeeft dat de inningscyclus van een bedrijf geen groot liquiditeitsrisico inhoudt. Het grootste deel van de omzet van het bedrijf gaat dan naar de liquide middelen, die vervolgens kunnen gebruikt worden voor de financiering van de dagelijkse activiteiten.

#### 2.2.5. DSO, DPO, DIO en cashconversiecyclus

##### 2.2.5.1. DSO

Het aantal dagen klantenkrediet (Days Sales Outstanding) toont het gemiddeld aantal dagen dat een onderneming nodig heeft om een verkoop te innen bij de klant.

$$DSO = \frac{\text{Handelsvorderingen op ten hoogste 1 jaar}}{\text{Omzet}} \times 365$$

De berekening van de Days Sales Outstanding gebeurt aan de hand van volgende rekeningen:

$$DSO = \frac{(40)}{(70)} \times 365$$

Het aantal dagen klantenkrediet is afhankelijk van de sector en de gebruikelijke kredietvoorwaarden in het land. Een te hoge waarde wijst hierbij op vertragingen bij het innen van betalingen, hetgeen

cashflowproblemen kan veroorzaken. Een lage waarde wijst op een snelle inning van het geld van verkoop, hetgeen de onderneming toelaat om het geld van verkopen sneller terug te gebruiken voor de financiering van de dagelijkse activiteiten.

#### 2.2.5.2. DPO

Het aantal dagen leverancierskrediet (Days Payable Outstanding) geeft het aantal dagen weer dat een bedrijf nodig heeft om haar leveranciers/schuldeisers te betalen.

$$DPO = \frac{\text{Handelsschulden op ten hoogste 1 jaar}}{\text{Omzet}} \times 365$$

De berekening van de Days Payable Outstanding gebeurt aan de hand van volgende rekeningen:

$$DPO = \frac{(44)}{(70)} \times 365$$

Een hoge DPO kan enerzijds positief zijn, gezien uitstel van betaling voor meer liquide middelen kan zorgen (o.a. voor investeringen), indien deze hoger is dan de DSO. Echter kan dit ook wijzen op een tekort aan kasmiddelen om leveranciers terug te betalen. Het is dus belangrijk dat deze ratio nauw wordt opgevolgd. Met uitzondering van korting op contante betaling, is een laag aantal dagen leverancierskrediet bijna nooit wenselijk aangezien de onderneming dan ondermaats gebruik maakt van de goedkope financieringsvorm die leverancierskrediet is.

#### 2.2.5.3. DIO

Zoals bij de quick ratio al werd aangegeven, worden voorraden en bestellingen in uitvoering als minder liquide beschouwd binnen de vlottende activa. Met de rotatie van voorraden en bestellingen in uitvoering (Days Inventory Outstanding) kan de mate van liquiditeit ingeschat worden. Het geeft een schatting van het gemiddeld aantal dagen dat de goederen die gebruikt worden om energie op te wekken 'in voorraad' zitten.

$$DIO = \frac{\text{Vorraden en bestellingen in uitvoering}}{\text{Omzet}} \times 365$$

De berekening van de Days Inventory Outstanding gebeurt aan de hand van volgende rekeningen:

$$DIO = \frac{(3)}{(70)} \times 365$$

Een lagere DIO-ratio zou kunnen wijzen op een hogere liquiditeit/rotatie van de voorraden en bestellingen in uitvoering, maar dit zou, in extreme gevallen, ook het gevolg kunnen zijn van een alarmerend laag voorraadniveau. Dit kan mogelijks leiden tot voorraadbreuken.

#### 2.2.5.4. Cashconversiecyclus

De cashconversiecyclus geeft aan hoeveel tijd een bedrijf nodig heeft om aangekochte en geproduceerde goederen om te zetten in cash. Meer specifiek geeft deze ratio weer hoe lang elke netto ingebrachte euro vastzit in het productie- en verkoopproces.

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

Deze ratio geeft inzicht in het aanwenden van handelsvorderingen als cash om handelsschulden te betalen. De cashconversiecyclus geeft aan hoeveel werkkapitaal vastzit in het bedrijfsproces aangezien de ratio het verschil weergeeft tussen hoelang een onderneming moet wachten op cash van verkoop en cash die vastzit in voorraden en hoelang een onderneming de tijd krijgt om de eigen handelsschulden te betalen. Een lange cashconversiecyclus betekent dat de cash van een onderneming langer vastzit in het bedrijfsproces voordat het gebruikt kan worden en er is dan een grotere behoefte aan werkkapitaal.

## 2.3. Indeling Vlaamse energieleveranciers

In samenspraak met de VREG werden, voor de vergelijking in het kader van de financiële analyse, de energieleveranciers ingedeeld op basis van hun energieproductie faciliteiten. De manier waarop een energieleverancier zijn energie verkrijgt, heeft namelijk een grote impact op de financiële structuur en cijfers. Hierdoor werd gekozen om de ondernemingen per groep dieper te gaan analyseren.

De volgende categorieën werden onderscheiden:

- **Energieleveranciers met eigen productie:** deze energieleveranciers wekken hun eigen energie op. Verder werd er geen onderscheid gemaakt tussen de grootte van de onderneming, volledig in handen van Belgische aandeelhouders of niet en deel uitmakend van een groep of niet. De enige uitzondering die gemaakt werd is Electrabel. De keuze voor de afzondering van Electrabel wordt toegelicht hieronder.
- **Energieleveranciers met productie in de groep:** deze energieleveranciers behoren tot een grotere groep waarbinnen energie wordt opgewekt, die zij dan aan mogelijks voordeligere tarieven en met meer robuuste bevoorrading kunnen verkrijgen.
- **Energieleveranciers zonder productie:** deze energieleveranciers wekken zelf geen energie op en behoren niet tot een groep waarbinnen ze energie opwekken. Deze leveranciers moeten in de markt energie aankopen. Deze spelers zijn ofwel volledig Belgisch ofwel voor een beperkt deel in handen van buitenlandse aandeelhouders.

<b>Energieleveranciers met eigen productie</b>	<b>Energieleveranciers met productie in de groep</b>	<b>Energieleveranciers zonder productie</b>
Energieleveranciers met eigen productie: Electrabel	Buitenlandse spelers	Alix bv Antargaz Belgium nv
Electrabel nv	Eni S.p.A. GETEC Energie GmbH RWE Supply & Trading GmbH Wingas GmbH	Coretec Trading bv Elegant bv Elexys nv Elindus nv
Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)	Belgische spelers	EnergyVision nv OCTA+ Energie nv
Aspiravi Energie nv Belgian Eco Energy nv Ecopower cv Elektriciteitsbedrijf Merksplas bv Luminus nv Trevion nv	Axpo Benelux nv Bolt Energie bv Dats 24 nv Electrawinds Distributie nv Eneco Belgium nv Energie.be nv OMV Gas Marketing & Trading Belgium bv TotalEnergies Power & Gas Belgium nv TotalEnergies Gas & Power Western Europe nv Wase Wind cv	Power Online nv (Mega) Scholt Energy Control nv Slim met Energie België bv Vlaams Energiebedrijf nv Yuso bv

De keuze om Electrabel af te zonderen van de andere energieleveranciers met eigen productie volgt uit het schaalverschil tussen Electrabel en de rest van de energieleveranciers binnen die categorie. Aangezien Electrabel vele malen groter is, zowel qua balans totaal, als qua omzet, zou dit mogelijks een vertekend beeld geven bij de analyse van deze groep. Er zal dus steeds gewerkt worden met “energieleveranciers met eigen productie: Electrabel” en “energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)” om een meer waarheidsgetrouw beeld te kunnen schetsen van de categorieën.

Bij de energieleveranciers met productie in de groep zitten enkele ondernemingen die volledig in handen zijn van buitenlandse aandeelhouders. Aangezien deze ondernemingen geen rapporteringsverplichtingen hebben bij de Nationale Bank van België hebben zij geen publieke cijfers die gemakkelijk te raadplegen zijn via de databank van de NBB. Voor de financiële analyse werden de geconsolideerde jaarrekeningen van de buitenlandse ondernemingen opgevraagd via de VREG. De buitenlandse energieleveranciers met productie in de groep behoren tot grote groepen, die veel verder verticaal geïntegreerd zijn en elk qua schaal vele malen groter zijn dan de Belgische spelers met productie in de groep, wat opnieuw een vertekening van de analyse zou betekenen. Belgische energieleveranciers met productie in de groep zijn voor een deel of volledig in handen van Belgische aandeelhouders.

In het vorige rapport behoorden Bolt Energie en Energie.be tot de categorie van energieleveranciers zonder productie. Vermits zij een deel zijn van de Luminus-groep (al dan niet 100%), hebben wij deze twee bedrijven dit jaar onderverdeeld in de categorie energieleveranciers met productie in de groep.

## 2.4. Uitgebreide analyse

In de volgende sectie zullen de belangrijkste conclusies van de uitgevoerde financiële analyse worden besproken. In lijn met de uitgevoerde analyse, zullen de conclusies worden weergegeven per categorie van ratio's (liquiditeit, rendabiliteit, solvabiliteit en werkkapitaal) en per categorie van energieleverancier.

Opdat een duidelijk en coherent beeld kan gevormd worden van de financiële situatie van de energiemarkt, zullen de belangrijkste bevindingen per categorie van ratio's eerst worden samengevat.

### 2.4.1. Samenvatting

Met betrekking tot het werkkapitaal zien we dat een aantal van de trends in de periode 2017-2021, aangehaald in het vorige rapport, zich niet hebben verdergezet in 2022. In het voorgaande rapport werd vermeld dat bijna alle energieleveranciers hun operationele schulden opbouwden als gevolg van klanten die niet betaalden.

Uit de jaarrekeningen van 2022 kunnen we echter afleiden dat zowel het aantal dagen klantenkrediet als het aantal dagen leverancierskrediet, behalve bij de energieleveranciers met productie in de groep, zijn gedaald in 2022. Dit duidt op een snellere schuldaflossing van de energieleveranciers, alsook diens klanten. Ook de cashconversiecyclus daalde in 2022, behalve bij de leveranciers zonder productie. Hieruit kunnen we afleiden dat de energieleveranciers, vergeleken met de periode 2017-2021, sneller hun aangekochte en geproduceerde goederen wisten om te zetten in cash.

De invloed van de energiecrisis, al vermeld in het voorgaande rapport, is wel nog steeds zichtbaar, met name in de rendabiliteitsratio's. Zo zien we dat, in het algemeen, de winstmarges verslechterden. In het algemeen kan er een daling van de brutomarge worden geobserveerd die trapsgewijs doorvloeit naar de REBITDA-marge en winstmarge voor de belastingen, hetgeen aangeeft dat de operationele winstgevendheid onder druk is komen te staan door de hogere aankooprijks van energie.

De dalende REBITDA-marges vertalen zich over het algemeen echter niet in een dalende DSCR-ratio. De DSCR-ratio, gebruikt als waardemeter voor de korte termijn terugbetalingscapaciteit van de energieleveranciers, vertoont een stabiele trend. Echter dient er wel vermeld te worden dat er, met betrekking tot de DSCR-ratio, onderling grote verschillen kunnen worden waargenomen.

De debt-to-equity ratio, ook een maatstaf voor de solvabiliteit, kent wel een stijgende trend. Hoewel deze trend niet noodzakelijk slecht is, gezien de kost van vreemd vermogen lager ligt dan van het eigen vermogen, brengt dit wel meer risico met zich mee. Een nauwgezette opvolging van deze evolutie is aangewezen.

### 2.4.2. Liquiditeit

Zoals aangegeven in sectie 2.2.1 geeft de liquiditeit weer in welke mate een bedrijf al dan niet in staat is haar uitstaande kortlopende (looptijd van minder dan één jaar) schulden af te betalen zonder (extra) externe financiering.

Opdat een overzichtelijk en accuraat beeld gevormd kan worden van de liquiditeitspositie van de energiemarkt, zullen we, per categorie van energieleverancier, steeds de current ratio, quick ratio en cash ratio bespreken.

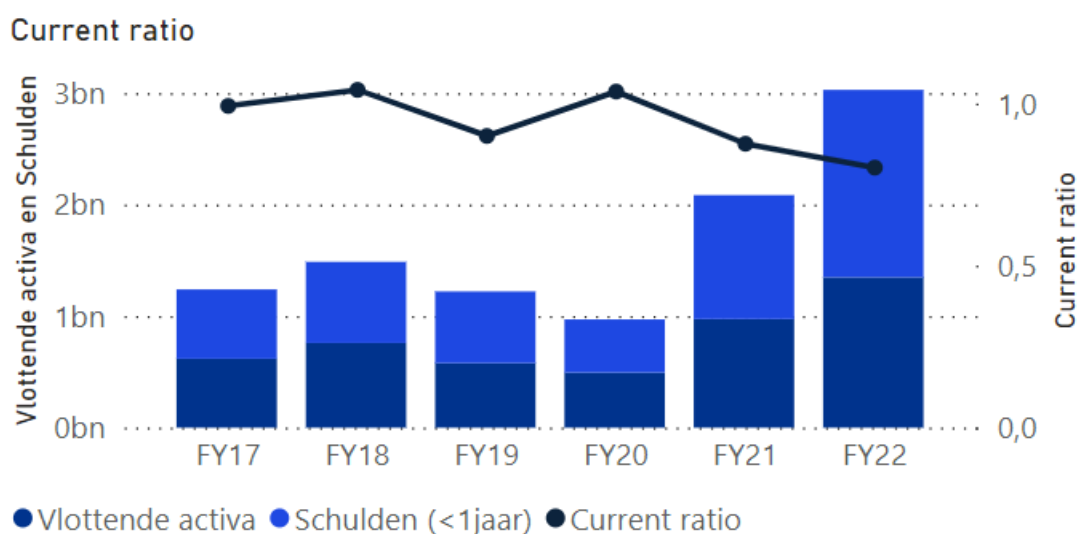
Wat betreft de analyse van de liquiditeit zijn de voornaamste bevindingen:

- De current ratio en quick ratio blijven, behalve bij de energieleveranciers zonder productie, kleiner dan 1 en vertonen een licht dalende trend over alle soorten leveranciers heen.
- Er is een algemene trend op te merken dat de handelsvorderingen en schulden op ten hoogste 1 jaar in absolute waarden stijgen.
- Energieleveranciers zonder productie vertonen de meest liquide situatie. Dit wordt aangetoond via de current ratio en quick ratio die zich boven de theoretische norm (1) bevinden. Daarnaast houden ze ook relatief de grootste cashbuffer aan in vergelijking met de andere categorieën.
- De gerapporteerde cash ratio's zijn over het algemeen zeer volatiel, waarbij de aangehouden cashbuffer sterk lijkt af te hangen van macro-economische factoren. Electrabel en de energieleveranciers met productie in de groep hebben in het algemeen een zeer lage cashbuffer op hun balans staan. Deze lage cashpositie is niet noodzakelijk een slecht teken maar kan ook te wijten zijn aan financiële operaties op groepsniveau e.g., cashpoolingmechanismen.
- Prijsfluctuaties van energie op korte termijn, o.a. als gevolg van de oorlog in Oekraïne, hebben een impact op de liquiditeit van alle energieleveranciers, maar hebben een grotere impact op de leveranciers die hun energie via de markt aankopen.

#### 2.4.2.1. Analyse per categorie van leverancier

##### 2.4.2.1.1. Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

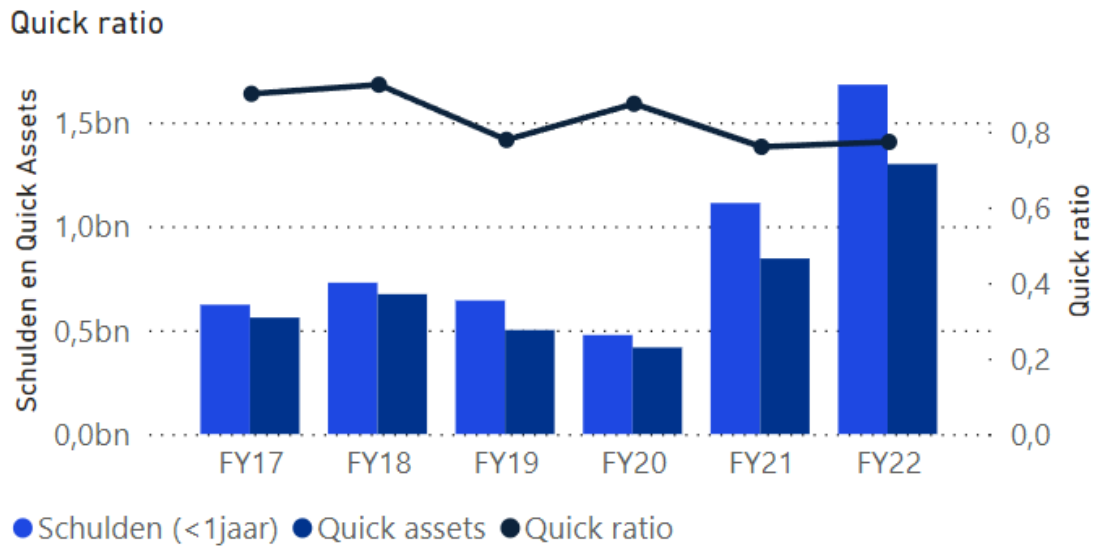
De onderstaande grafiek (Figuur 1) toont de evolutie van de current ratio in de periode 2017-2022 voor de energieleveranciers met eigen productie.



Figuur 1: Evolutie van de current ratio - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

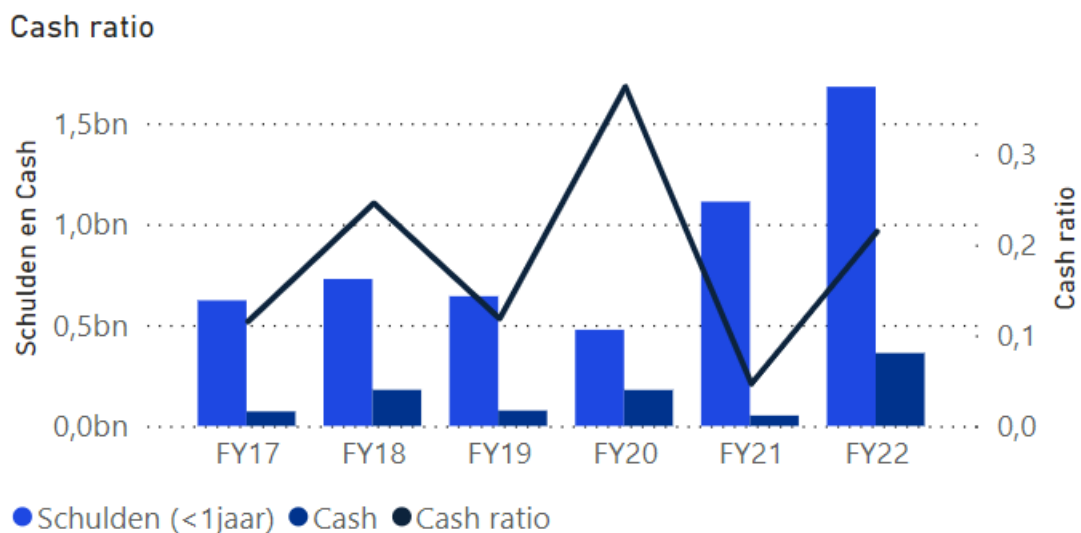


Figuur 1 toont aan dat de stijgende trend van de schulden (<1 jaar), al zichtbaar in 2021, zich verderzet in 2022, met als gevolg een licht dalende current ratio. Hoewel het netto-effect op de current ratio beperkt is, observeren we dat de onderliggende componenten, meer bepaald de vlottende activa en kortetermijnschulden, stijgen in absolute waarde. Dit is een algemene trend die nog vaker zal aangehaald worden in de analyse.



Figuur 2: Evolutie van de quick ratio - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

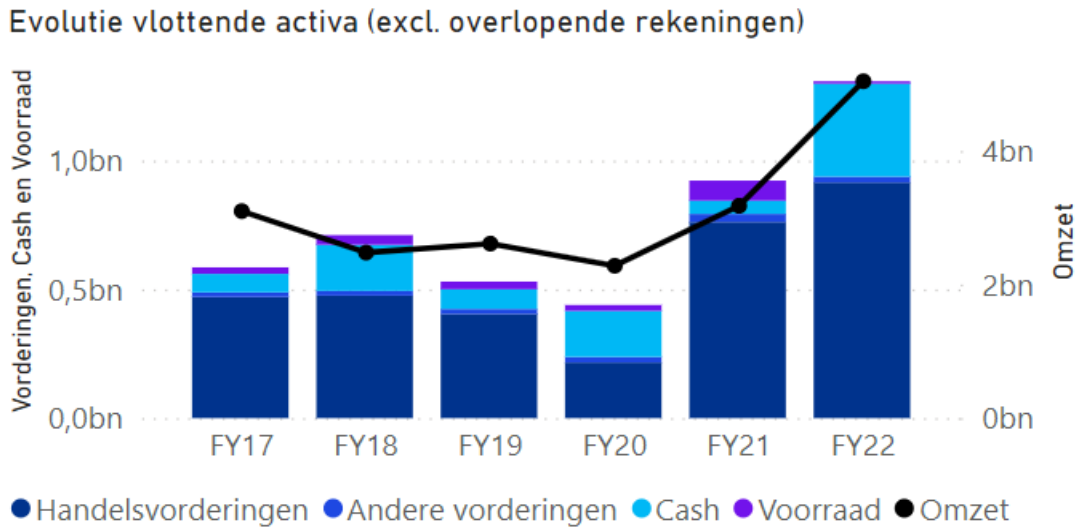
De quick ratio, dewelke voorraden niet in acht neemt, vertoont een gelijkaardige, stabiele trend. Ook hier worden de stijgende kortetermijnschulden gecompenseerd door de stijgende vlottende activa. De quick ratio, die rond de 0,8 ligt in 2022, duidt op een algemeen gezonde liquiditeitspositie van de energieleveranciers met eigen productie.



Figuur 3: Evolutie van de cash ratio - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

De cash ratio echter, vertoont meer volatiliteit, met een sterke stijging in 2022. Deze stijging wordt met name gedreven door het aanhouden van meer cash op de balans door de energieleveranciers met eigen productie (zie Figuur 4). Ook moet vermeld worden dat de cash ratio van deze categorie leveranciers (leveranciers met eigen productie) significant hoger ligt dan bij de andere

leverancierstypes. Dit kan wijzen op een iets defensiever beleid waarbij steeds een buffer wordt opgebouwd om aan de kortetermijnschuldverplichtingen te voldoen.

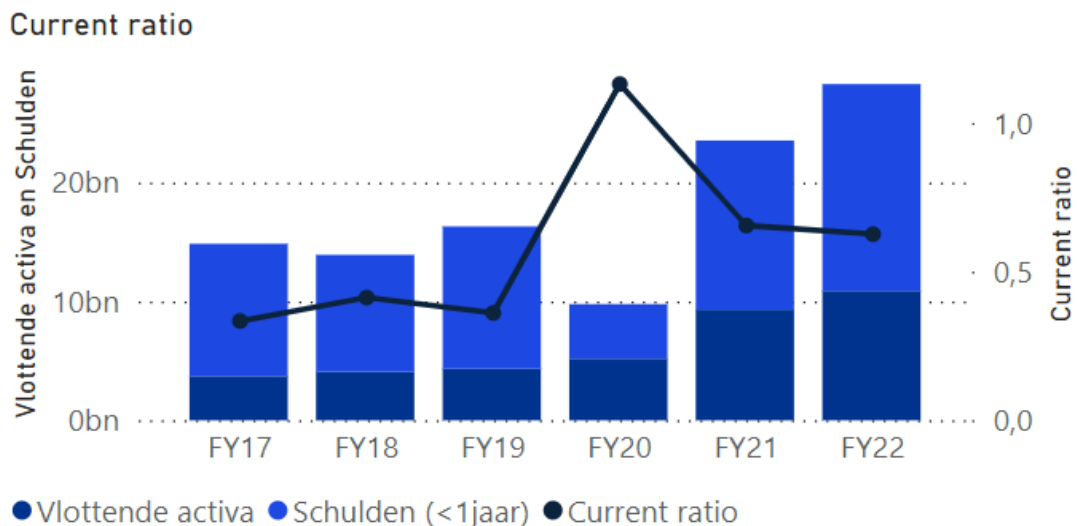


*Figuur 4: Evolutie van de vorderingen, cash en voorraad t.o.v. de omzet - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)*

Voor de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) zien we in bovenstaande grafiek (Figuur 4) een verzevenvoudiging van de aangehouden cashbuffer. Ook is een stijging van de hoeveelheid handelsvorderingen zichtbaar maar deze is minder sterk in vergelijking met de andere categorieën van energieleveranciers.

#### 2.4.2.1.2. Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel

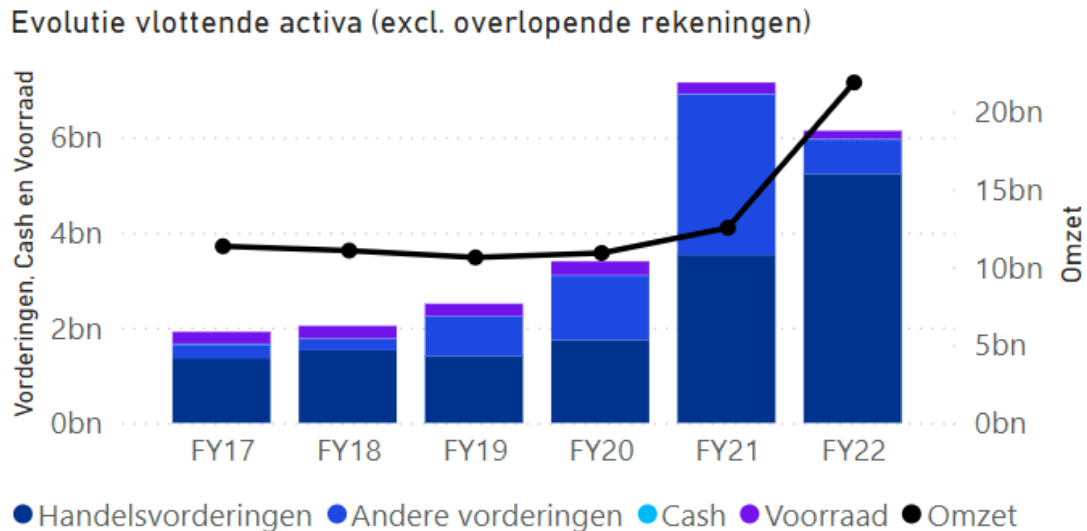
Electrabel, ook een energieleverancier met eigen productie, vertoont meer volatiele trends over de liquiditeitsratio's.



*Figuur 5: Evolutie van de current ratio - Electrabel*

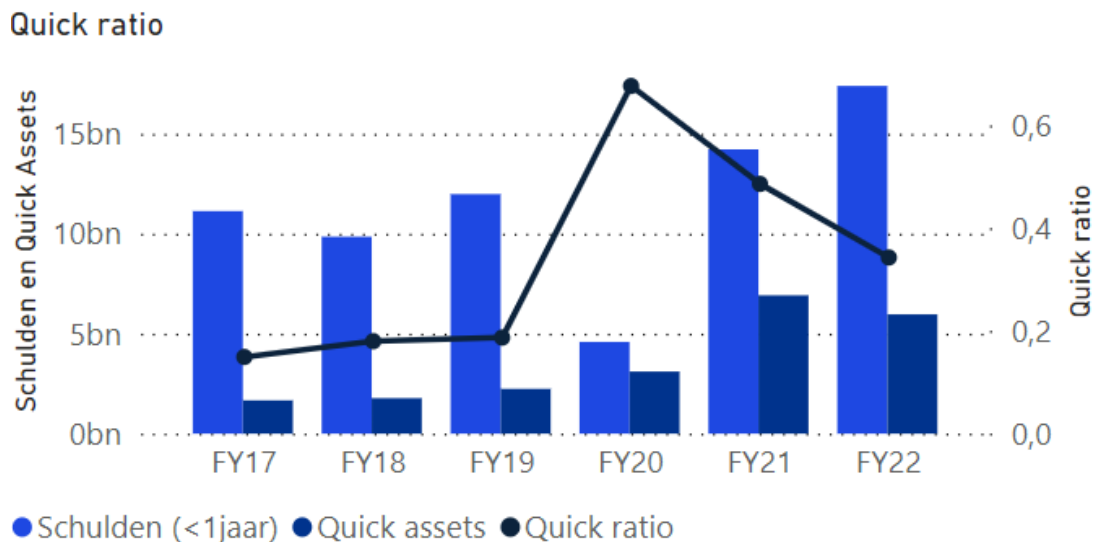
De current ratio, weergegeven in de bovenstaande grafiek (Figuur 5), stabiliseert in 2022, na een sterke daling in 2021. Ook bij Electrabel zien we dat de vlottende activa en schulden, die de current ratio

vormen, sterk stijgen in absolute termen. De vlottende activa stijgen omdat de overlopende rekeningen sterk stijgen in 2022. Als we abstractie maken van de overlopende rekeningen, krijgen we een ander beeld. Onderstaande grafiek (Figuur 6) toont dat de opbouw van de vorderingen op 1 jaar wijzigde in 2022, met een sterke stijging van de handelsvorderingen en daling van de overige vorderingen.



Figuur 6: Evolutie van de vorderingen, cash en voorraad t.o.v. de omzet - Electrabel

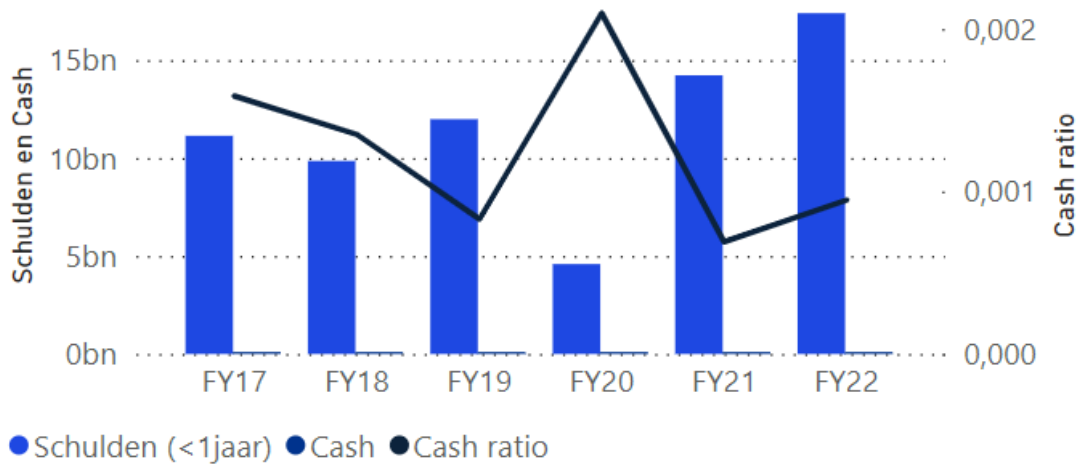
In tegenstelling tot de current ratio zet de quick ratio (Figuur 7) zijn (sterk) dalende trend wel verder in 2022. Deze daling kan worden toegewezen aan (i.) een stijging van de korttermijnschulden en (ii.) een daling van de vlottende activa. Ook moet vermeld worden dat, in vergelijking met de eerder besproken leveranciers met eigen productie, Electrabel een opmerkelijk lagere quick ratio heeft.



Figuur 7: Evolutie van de quick ratio - Electrabel

De cash ratio van Electrabel is terug te vinden in onderstaande grafiek (Figuur 8). De ratio stijgt in 2022 maar blijft op een zeer laag niveau, zeker in vergelijking met de andere groepen (met uitzondering van de leveranciers zonder productie). Aangezien cash de meest liquide vorm van vlottende activa is, is dit iets om in het oog te houden.

### Cash ratio

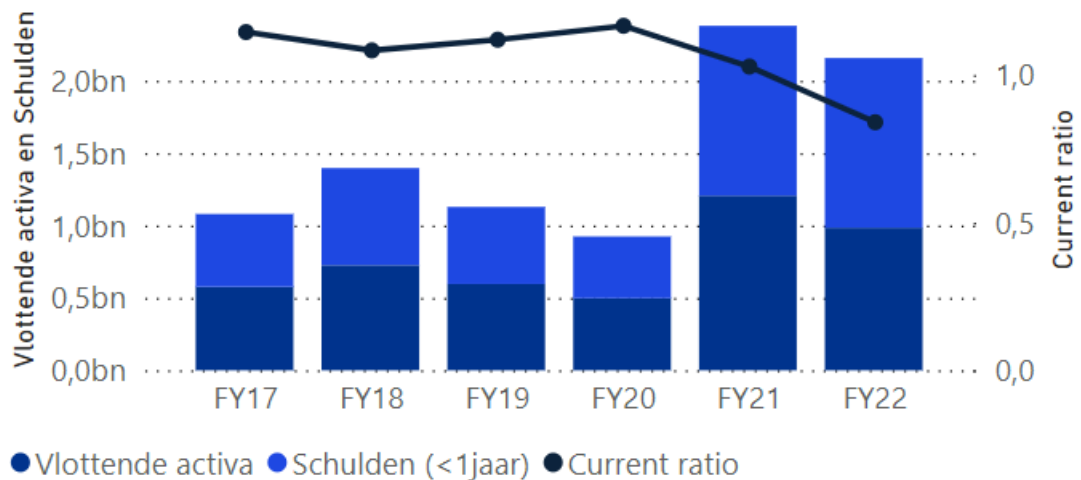


Figuur 8: Evolutie van de cash ratio - Electrabel

#### 2.4.2.1.3. Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers

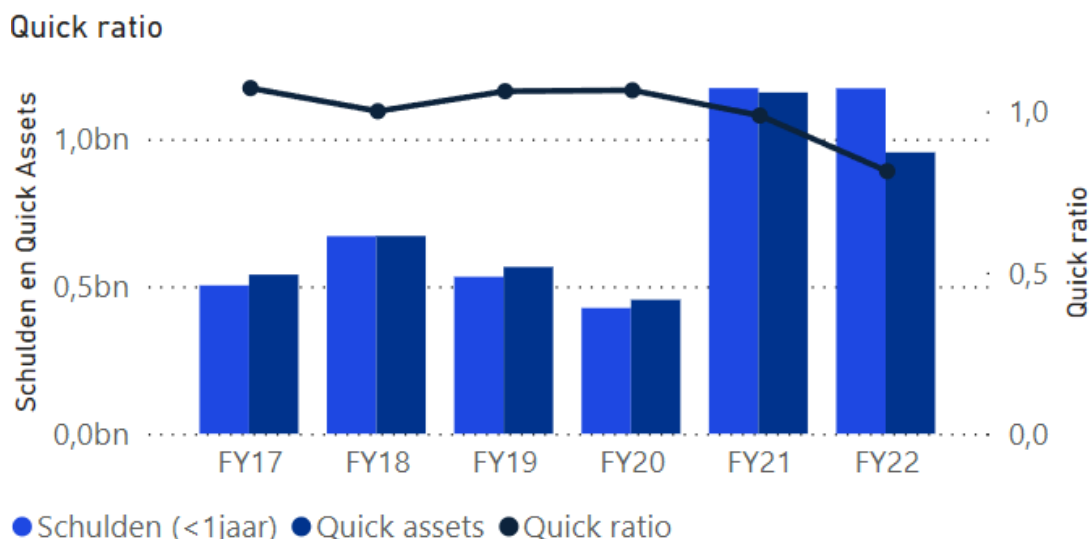
Voor de analyse van de energieleveranciers met productie in de groep, zullen we eerst onze focus richten op de current ratio, weergegeven in onderstaande grafiek (Figuur 9).

### Current ratio



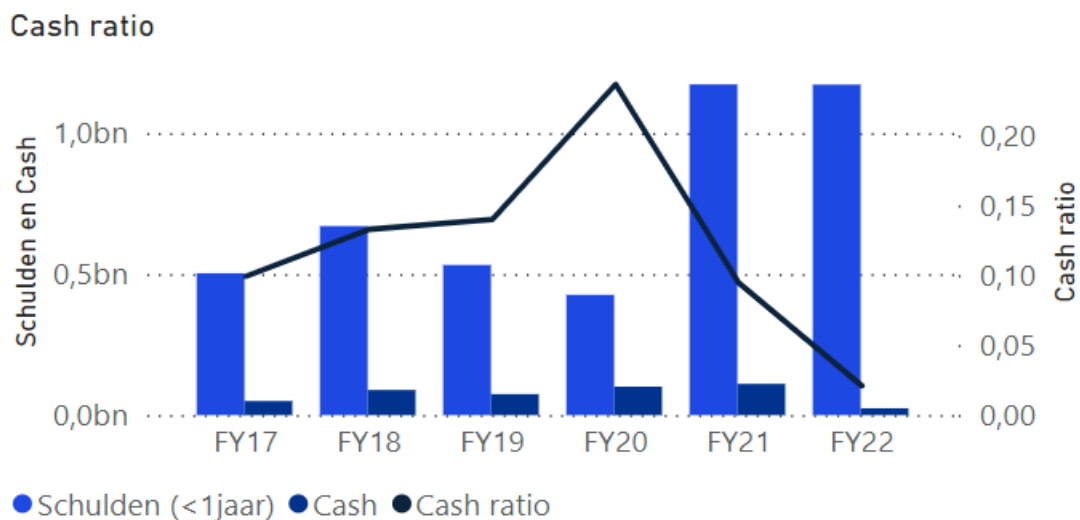
Figuur 9: Evolutie van de current ratio - Energieleveranciers met productie in de groep

Figuur 9 geeft een dalende trend in de current ratio weer. Echter valt op dat de onderliggende componenten van de current ratio, de schulden op minder dan één jaar en de vlottende activa, dalen in absolute termen. Deze evolutie zagen we niet bij de energieleveranciers met eigen productie (incl. Electrabel).



Figuur 10. Evolutie van de quick ratio - Energieleveranciers met productie in de groep

De quick ratio, dewelke, in tegenstelling tot de current ratio, voorraden niet in acht neemt, geeft eenzelfde beeld. Dit is te verklaren doordat er weinig voorraden (of bewerkingen in uitvoering) te vinden zijn op de balans van de energieleveranciers met productie in de groep. Net zoals bij de current ratio, is hier ook een dalende trend te zien, waarbij de korte-termijnhandelsvorderingen een daling vertonen ten opzichte van het vorige boekjaar.



Figuur 11: Evolutie van de cash ratio - Energieleveranciers met productie in de groep

Als we onze focus verleggen naar de cash ratio, zien we dat de daling van 2021 zich verderzet in 2022. Hoewel de schulden op korte termijn stabiliseren ten opzichte van de sterke stijging in 2021, zien we dat de energieleveranciers met productie in de groep over het algemeen zeer weinig cash aanhouden, ook ten opzichte van het historische niveau.

#### 2.4.2.1.4. Energieleveranciers met productie in de groep – Buitenlandse spelers

Wanneer we ons focussen op de liquiditeit van Eni, stellen we in 2022, net als in 2021, een daling van de current ratio vast. De daling is gedreven door de sterker oplopende kortetermijnschulden dan de vlottende activa. De quick ratio blijft stabiel voor 2022. De stijgende schulden op ten hoogste 1 jaar

kunnen afgezet worden tegen een groeiende hoeveelheid handelsvorderingen. Door een aangegroeide cashpositie, herstelt de cash ratio zich. De omzet steeg in 2022 met net geen 78%.

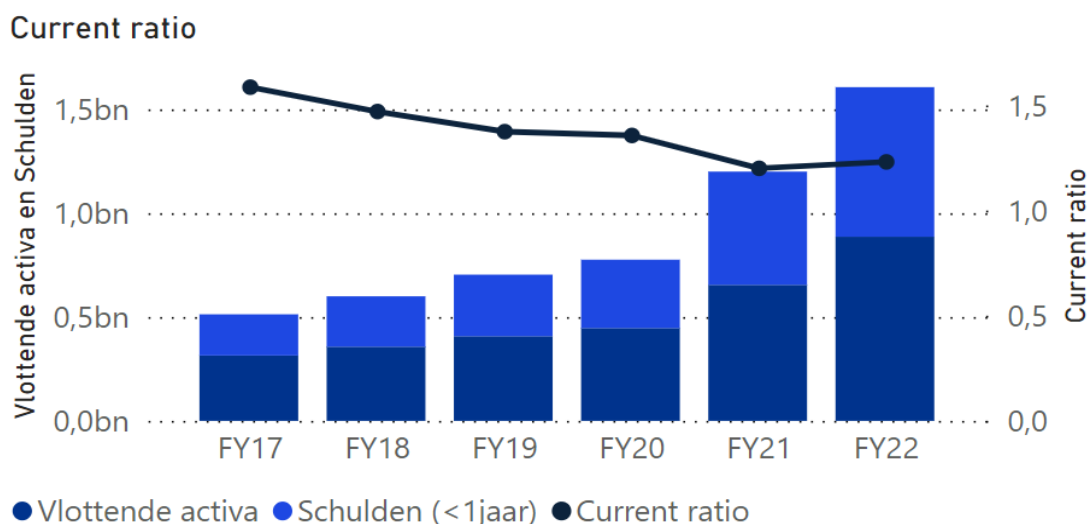
Richten we onze focus vervolgens op Wingas, zien we dat de stijging van de current ratio van 2021 zich verderzet in 2022, maar vertraagt. De elementen die onderdeel zijn van de current ratio zijn echter beide sterk toegenomen. Zowel de schulden op ten hoogste 1 jaar als de vlottende activa zijn in 2022 meer dan verdubbeld in vergelijking met een jaar eerder.

Wanneer we echter de quick ratio bekijken, zien we na de stijging in 2021 een terugval van meer dan 60% in 2022. De schulden op ten hoogste 1 jaar zijn meer dan verdubbeld, maar de quick assets nemen zelfs licht af in 2022. Deze negatieve evolutie van de liquiditeit van Wingas moet de komende jaren in de gaten gehouden worden. Ook de cash ratio kan de stijging van 2021 niet doorzetten in 2022, ze daalt naar nagenoeg 0. Bovendien moet de beperkte voorraad van liquide middelen in de enge zin de komende jaren gemonitord worden.

Wanneer we onze aandacht vestigen op de evolutie van de vorderingen, cash en voorraad t.o.v. de omzet, wordt het duidelijk hoe de quick ratio zo'n sterke daling kent, terwijl de current ratio een stijging optekent. De aangehouden voorraden zijn maar liefst 14,8 keer groter geworden. In de current ratio worden deze meegenomen in de berekening om tegenover de kortetermijnschulden te plaatsen, maar dat is niet het geval bij de quick ratio. Ook de handelsvorderingen zijn driemaal groter geworden. Voor de impact van deze stijgende handelsvorderingen op de DSO (aantal dagen klantenkrediet) verwijzen we naar sectie 2.3.5.1.4.

#### 2.4.2.1.5. Energieleveranciers zonder productie

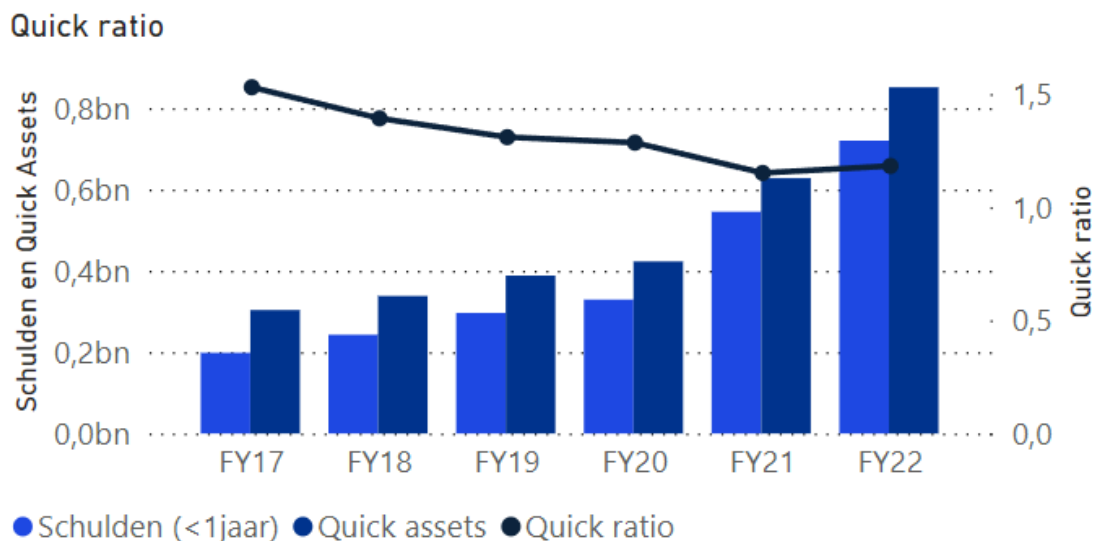
De energieleveranciers zonder productie rapporteren, als groep, significant betere liquiditeitsratio's in vergelijking met de eerder besproken leverancierstypes.



Figuur 12: Evolutie van de current ratio - Energieleveranciers zonder productie

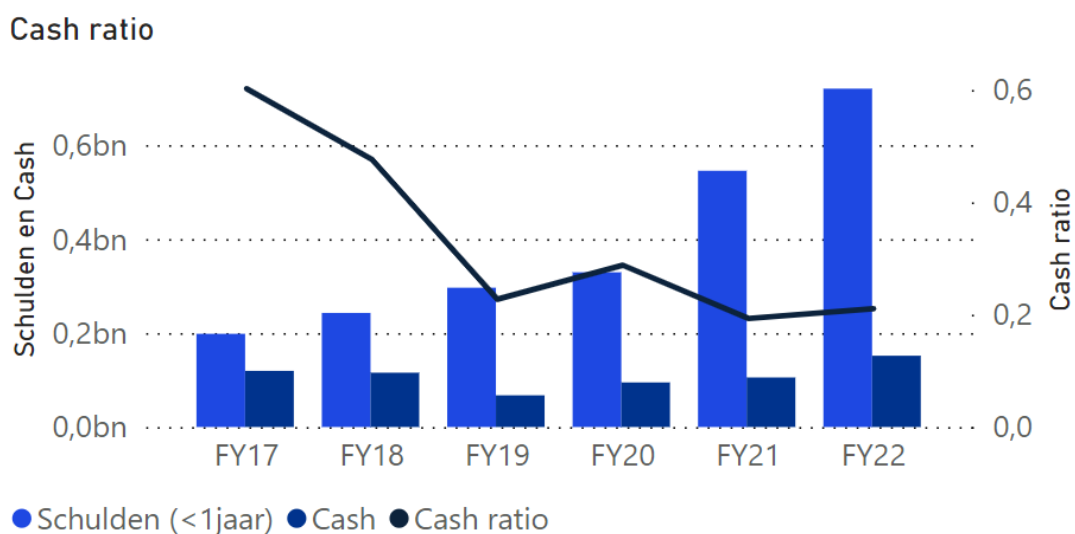
Dit kan worden gestaafd aan de hand van bovenstaande grafiek (Figuur 12), dewelke de evolutie van de current ratio en de onderliggende componenten visualiseert. De current ratio vertoont een lichte

toename in 2022, na een daling in 2021, en bevindt zich boven de algemeen gangbare norm van 1. Dit duidt op een gezonde liquiditeitspositie.



*Figuur 13: Evolutie van de quick ratio - Energieleveranciers zonder productie*

Ook de quick ratio wijst op een gezonde en stabiele liquiditeitspositie, met een waarde significant boven 1 (zie Figuur 13). In het algemeen kan dus worden besloten dat de energieleveranciers zonder productie vlot aan hun lopende betalingsverplichtingen kunnen voldoen.



*Figuur 14: Evolutie van de cash ratio - Energieleveranciers zonder productie*

De evolutie van de cash ratio versterkt eveneens het beeld dat de energieleveranciers zonder productie in het algemeen zeer gezonde liquiditeitsratio's hebben. Uit bovenstaande grafiek (Figuur 14) kan worden afgeleid dat deze groep van energieleveranciers grotere cashbuffers aanleggen om hun schulden op korte termijn te kunnen aflossen.

### 2.4.3. Solvabiliteit

De tweede categorie van ratio's die we meer in detail zullen bespreken, zijn de solvabiliteitsratio's. De solvabiliteit, zoals eerder vermeld in sectie 2.1.2, is het vermogen van een bedrijf om aan haar financiële verplichtingen, zowel op korte als lange termijn, te voldoen. Ook hier zullen de ratio's worden besproken per categorie van energieleverancier.

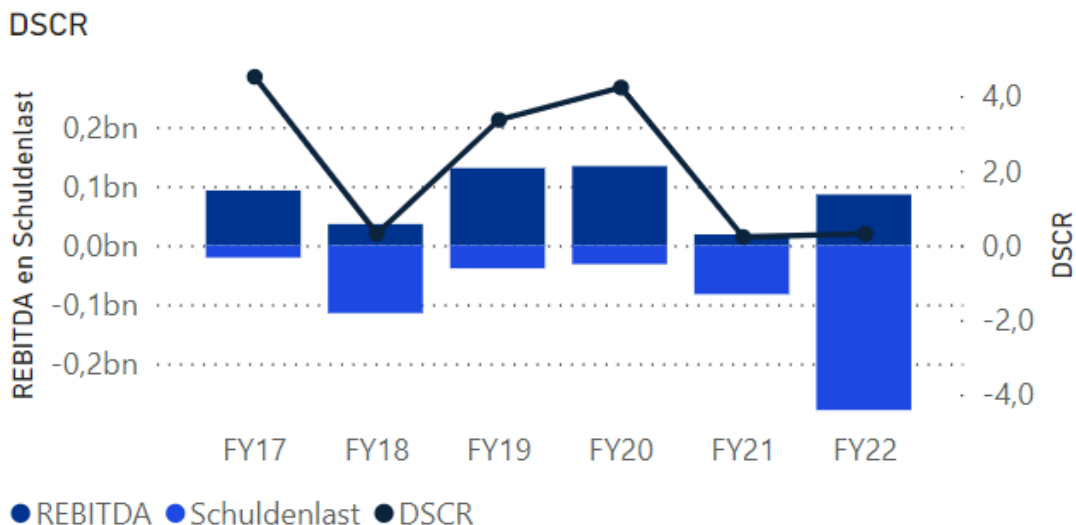
Wat betreft de analyse van de solvabiliteit zijn de voornaamste bevindingen:

- De Debt Service Coverage vertoont over het algemeen een stabiele trend, al zijn er onderling wel grote verschillen. Zo zien we dat, algemeen genomen, de energieleveranciers met productie in de groep een dalende DSCR-ratio rapporteren, hetgeen wijst op dalende terugbetalingscapaciteit.
- De debt-to-equity ratio vertoont in het algemeen een stijgende trend. Dit is niet noodzakelijk slecht, gezien de kost van het vreemd vermogen gewoonlijk lager is dan de kost van het eigen vermogen. Echter dient de stijgende trend van de debt-to-equity wel te worden opgevolgd in de komende jaren, gezien een stijgende debt-to-equity ratio ook meer risico (bv. niet terugbetalen van schuldeisers) met zich meebrengt.
- De financiële hefboom toont in het algemeen een dalende trend voor de energieleveranciers in Vlaanderen voor 2022. Dit betekent dat de leveranciers meer eigen vermogen aanhouden en/of de financiële schulden afbouwen.
- De algemene solvabiliteit van de energieleveranciers zonder productie geeft een zeer stabiele en financieel gezonde indruk. De REBITDA kan de kortetermijnschulden 2 tot 4 maal terugbetalen tussen 2017 en 2022. Ook de financiële hefboom van de energieleveranciers zonder productie blijft in deze periode relatief constant rond of net onder 0,4 keer het eigen vermogen.

#### 2.4.3.1. Analyse per categorie van leverancier

##### 2.4.3.1.1. Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

De onderstaande grafiek (Figuur 15) geeft de evolutie van de DSCR (Debt Service Coverage Ratio) weer in de periode 2017-2022.

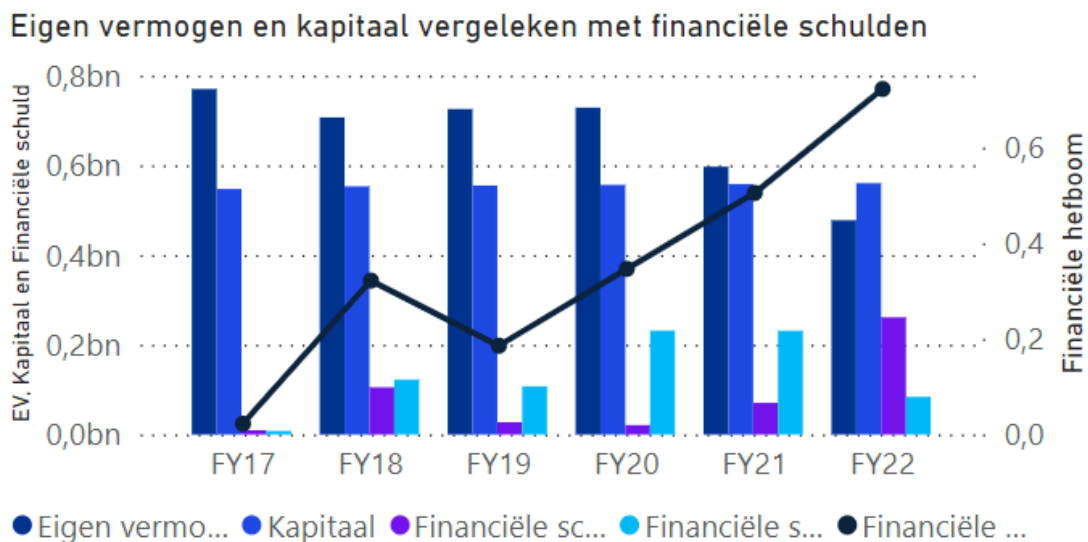


Figuur 15: Evolutie van de DSCR – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)



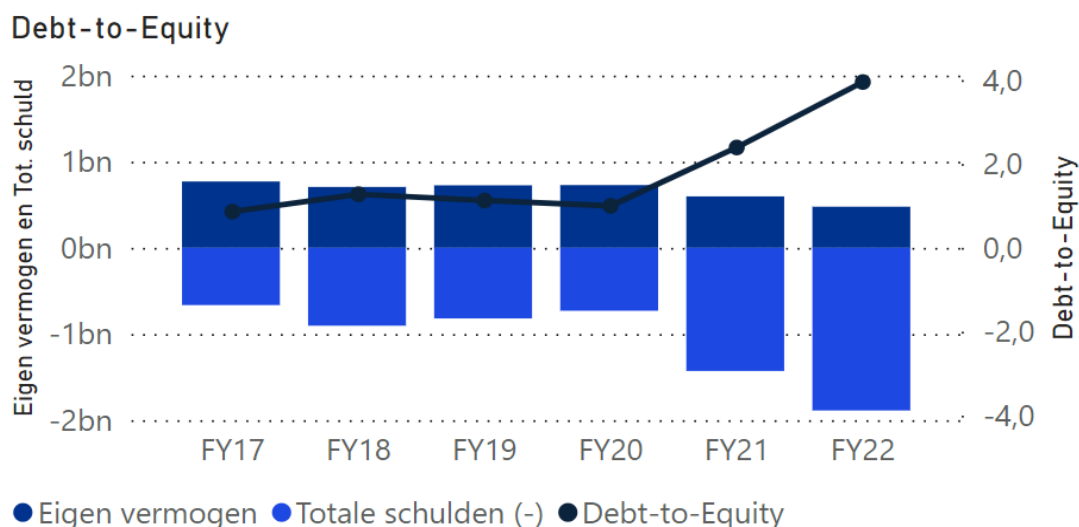
Uit de grafiek (Figuur 15) kunnen we afleiden dat de DSCR, dewelke sterk daalde in 2021, stabiliseert in 2022, maar nog steeds laag blijft ten opzichte van de periode 2019-2020 en de algemeen gangbare norm (1). Ook zien we dat de onderliggende componenten van de DSCR-ratio, de REBITDA en schuldenlast, sterk stijgen in absolute termen. Met name de sterke stijging van de schuldenlast, dewelke de financiële schulden op korte termijn en overeenkomstige financiële kosten omvat, dient in het oog te worden gehouden. De verhoogde schuldenlast kan namelijk, als de gegenereerde REBITDA door een macro-economische schok zou krimpen, een probleem vormen.

Als we onze focus verleggen naar de financiële hefboomwerking (Figuur 16), zien we dat de stijgende trend, al zichtbaar vanaf 2020, zich verderzet in 2022. Dit duidt erop dat de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) meer en meer afhankelijk worden van vreemd vermogen. Toch zien we dat de energieleveranciers met eigen productie nog steeds voornamelijk eigen vermogen gebruiken als financieringsbron voor investeringen, al neemt het eigen vermogen voor het tweede jaar op rij af. Het eigen vermogen komt lager uit dan het kapitaal, hetgeen wijst op grotere overgedragen verliezen dan aangelegde reserves. Het kapitaal van de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) blijft stabiel.



*Figuur 16: Evolutie van het eigen vermogen en kapitaal vergeleken met de financiële schulden – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)*

Ook de debt-to-equity ratio (Figuur 17), dewelke de totale schulden (niet enkel financiële schulden) meet ten opzichte van het eigen vermogen, geeft eenzelfde beeld.

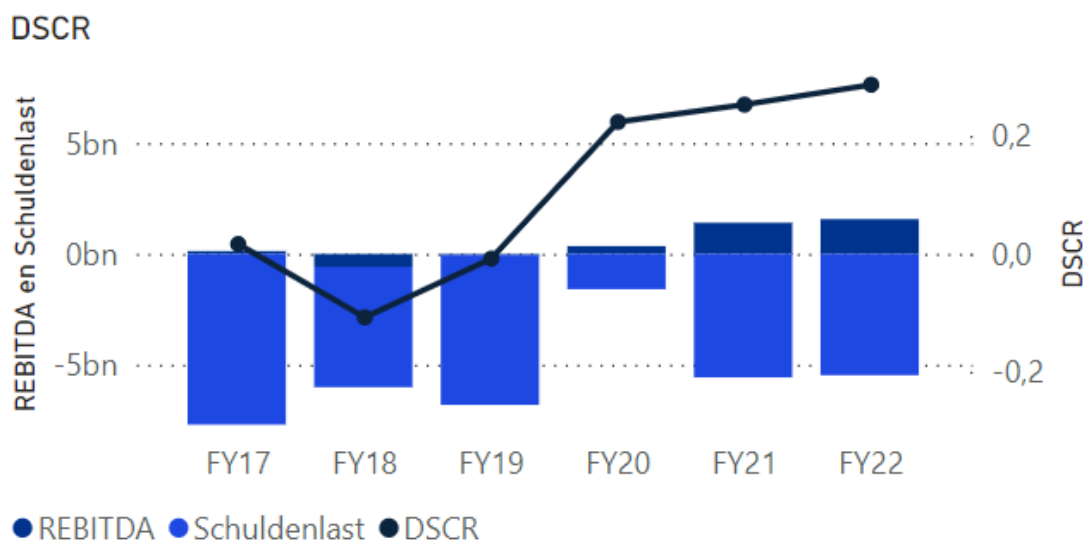


Figuur 17: Evolutie van de debt-to-equity ratio – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

De debt-to-equity ratio (Figuur 17), die al een sterke stijging kende in 2021, stijgt verder in 2022, gedragen door de stijgende totale schulden. De hoge schuldenlast van de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) moet, zoals eerder vermeld, nauwgezet gemonitord worden gezien het de financiële stabiliteit van de energiemarkt in het gedrang kan brengen.

#### 2.4.3.1.2. Energieleveranciers met eigen productie – Electrabel

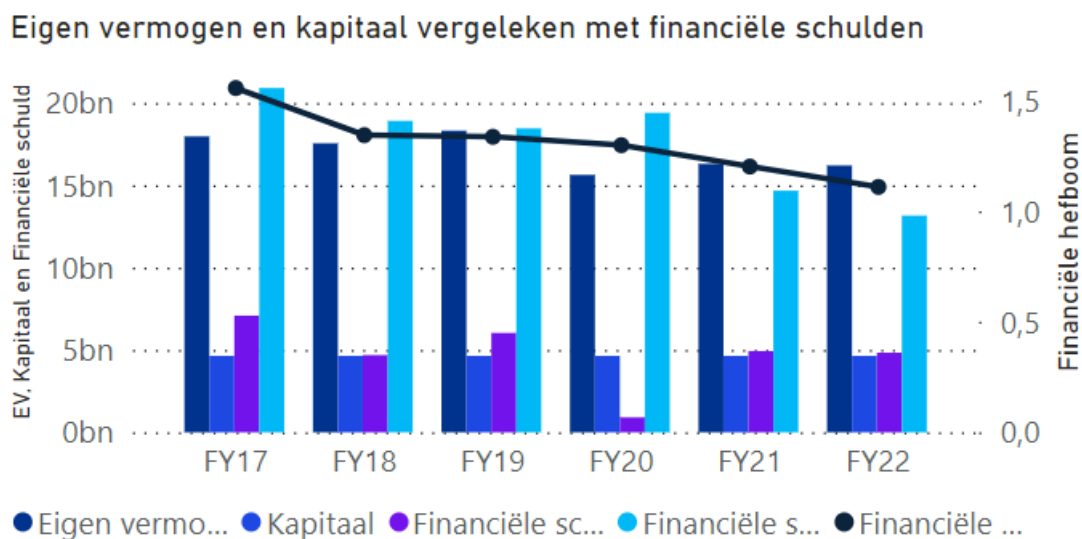
Als we Electrabel vergelijken met de andere energieleveranciers met eigen productie zien we zeer duidelijke verschillen. Deze kunnen o.a. worden gestaafd aan de hand van onderstaande grafiek (Figuur 18), die de evolutie van de DSCR weergeeft.



Figuur 18: Evolutie van het eigen vermogen vergeleken met de financiële schulden –Electrabel

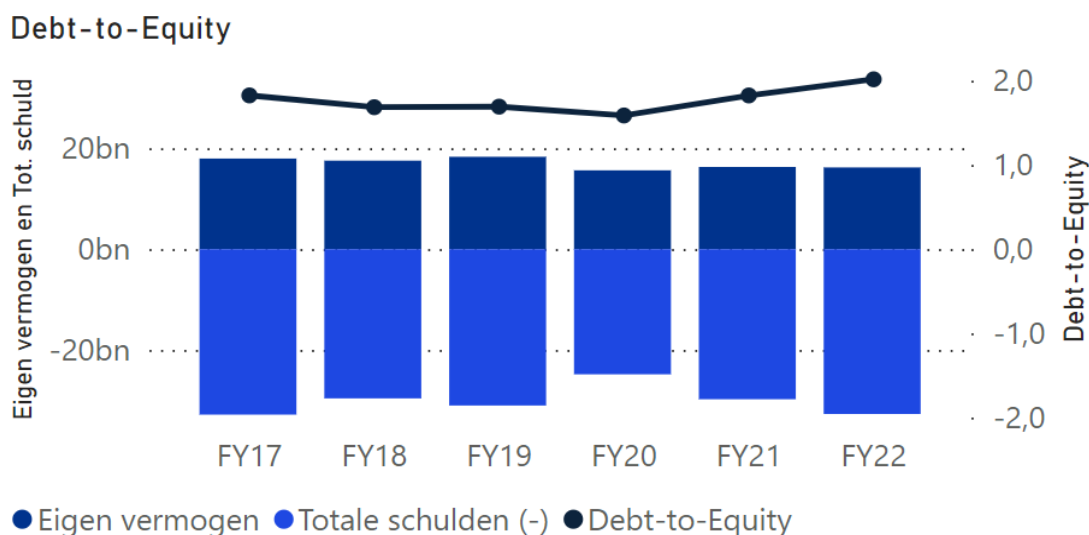
De DSCR van Electrabel kent, in tegenstelling tot de gemiddelde DSCR van de energieleveranciers met eigen productie, een stijgende trend. Voorts ligt de DSCR-waarde van Electrabel duidelijk hoger dan de gemiddelde DSCR van de al besproken groep (energieleveranciers met eigen productie). Dit duidt op een verhoogde terugbetalingscapaciteit van de schulden van Electrabel.

Als we kijken naar de financiële hefboom van Electrabel (Figuur 19), verkrijgen we een gelijkaardig beeld. Ook hier zien we een dalende trend in de financiële hefboom van Electrabel. Deze trend wordt gedreven door de afbouw van de lange termijn financiële schulden (19,5 miljard in 2019 naar 13,2 miljard in 2020). Zowel het eigen vermogen als het kapitaal van Electrabel blijft stabiel.



Figuur 19: Evolutie van het eigen vermogen en kapitaal vergeleken met de financiële schulden – Electrabel

De evolutie van de debt-to-equity ratio (Figuur 20) ten slotte, vertoont een licht stijgende trend in 2022. Deze trend wordt gedragen door de stijgende totale schuldenlast van Electrabel. Echter is deze schuldenlast zeer vergelijkbaar met het historische niveau en is deze stijging dus niet zorgwekkend.



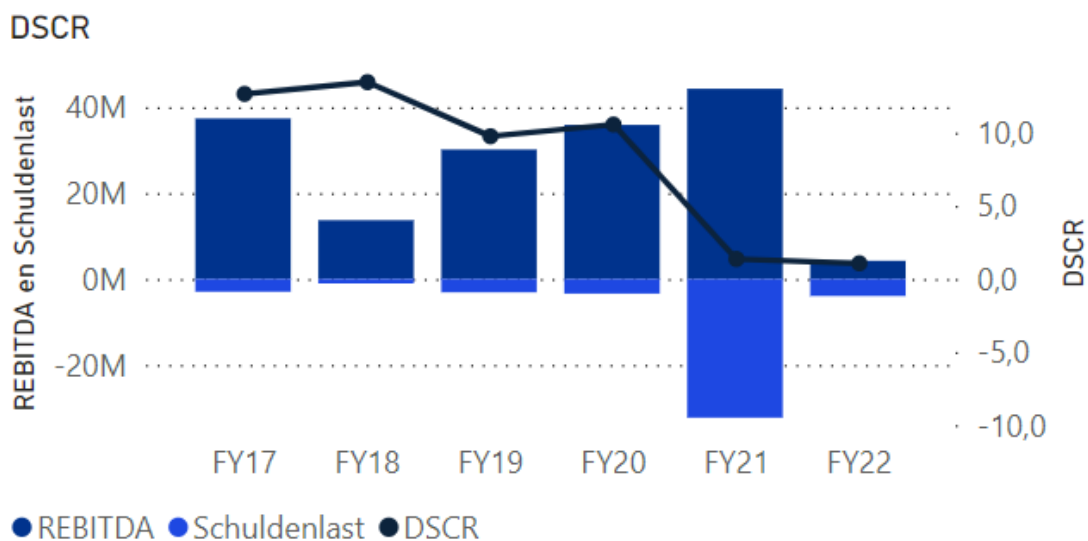
Figuur 20: Evolutie van de debt-to-equity ratio – Electrabel

#### 2.4.3.1.3. Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium)

Om zeker te zijn dat de geanalyseerde cijfers een waarheidsgetrouw beeld geven van de financiële toestand van de categorie “energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers” wordt

TotalEnergies Power & Gas Belgium apart besproken voor het segment solvabiliteit. Als we deze opsplitsing niet zouden maken, zouden door (i.) het negatieve eigen vermogen van TotalEnergies Power & Gas Belgium in 2022, (ii.) de grote fluctuaties in de debt-to-equity ratio en (iii.) de grootte van de omzetcijfers, de solvabiliteitsratio's een vertekend beeld geven.

Als we ons focussen op de energieleveranciers met productie in de groep (die volledig of gedeeltelijk in handen zijn van Belgische aandeelhouders) zonder TotalEnergies Power & Gas Belgium, zien we in onderstaande grafiek (Figuur 21) de evolutie van de DSCR (Debt Service Coverage Ratio) voor de periode van 2017 tot 2022.

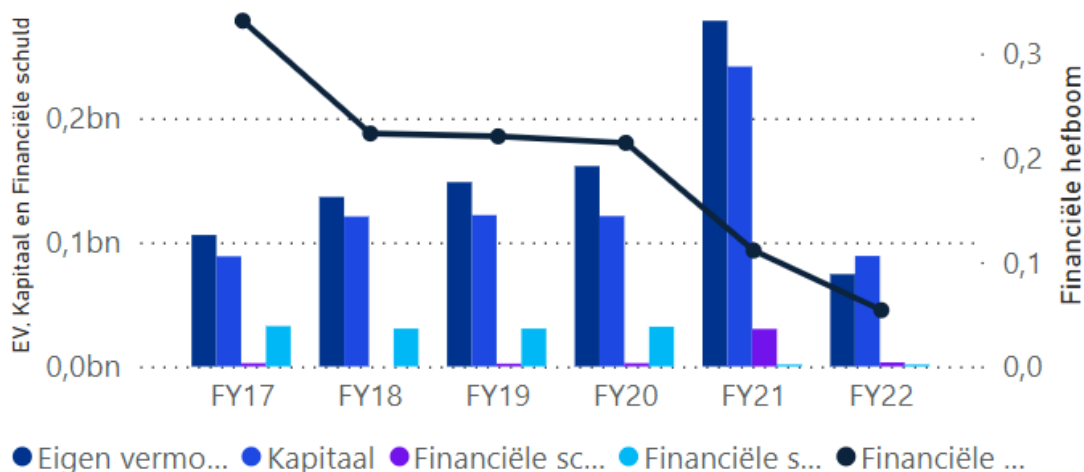


Figuur 21: Evolutie van de DSCR - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium)

De DSCR-ratio stabiliseert in 2022, na een sterke daling in 2021. Als we dieper ingaan op de onderliggende componenten van de DSCR-ratio, zien we dat zowel de REBITDA als de schuldenlast (beiden 1/10 van de waarde in 2021) sterk dalen. Niettegenstaande dat de DSCR-ratio stabiel evolueerde ten opzichte van 2021, is de situatie dus volledig anders. Doordat de DSCR-ratio nog steeds groter dan 1 is, zijn de energieleveranciers met productie in de groep (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium) nog in staat om de schuldenlast te dekken met de REBITDA. De schuldenlast is aanzienlijk kleiner geworden in 2022, maar dit is ook het geval voor de REBITDA die er tegenover kan gezet worden.

Gegeven de enorm volatiele trend die de componenten van de DSCR het laatste jaar heeft getekend, is het aangewezen om de DSCR-evolutie van deze groep energieleveranciers de komende jaren nauwgezet op te volgen.

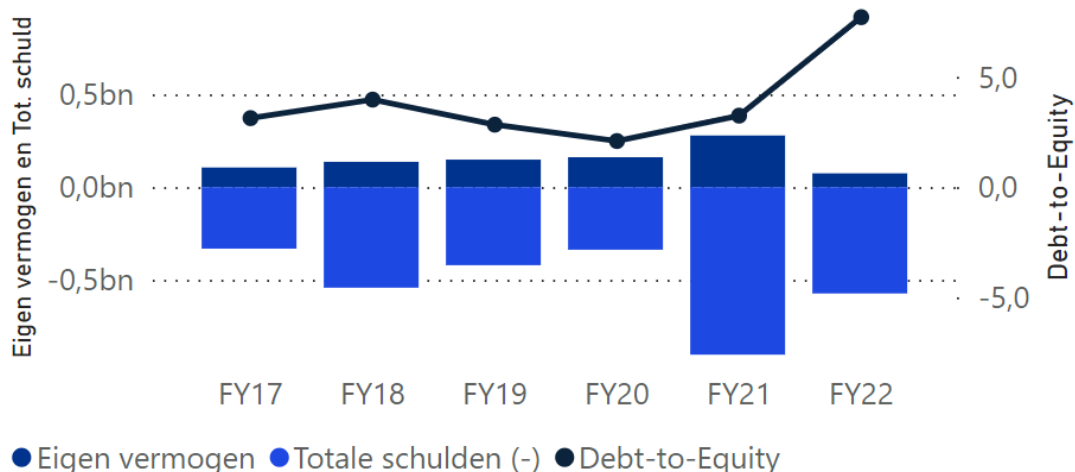
## Eigen vermogen en kapitaal vergeleken met financiële schulden



Figuur 22: Evolutie van het eigen vermogen en kapitaal vergeleken met de financiële schulden - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium)

Bovenstaande grafiek (Figuur 22) toont de evolutie van het eigen vermogen en kapitaal in vergelijking met de financiële schulden voor de periode van 2017 tot 2022. De financiële hefboom daalt, na 2021, verder in 2022. De sterke dalingen die zich laten optekenen bij de componenten van de DSCR voor 2022 zijn ook zichtbaar bij de componenten die de financiële hefboom bepalen. De waarde van het eigen vermogen is nog slechts 1/4<sup>de</sup> van de waarde in 2021, maar de financiële schuldenlast is nog sterker afgenomen in 2022 met een daling van de financiële hefboom ten gevolge. Het kapitaal tekent een minder sterke daling op dan het eigen vermogen. Het eigen vermogen komt zelfs lager uit dan het kapitaal, hetgeen wijst op grotere overgedragen verliezen dan aangelegde reserves. De lange-termijnschulden, zichtbaar tussen 2017 en 2020, lijken afgelost te zijn in 2021 en 2022. Verder lijken er geen grote nieuwe financiële schulden op lange termijn te zijn aangegaan.

## Debt-to-Equity



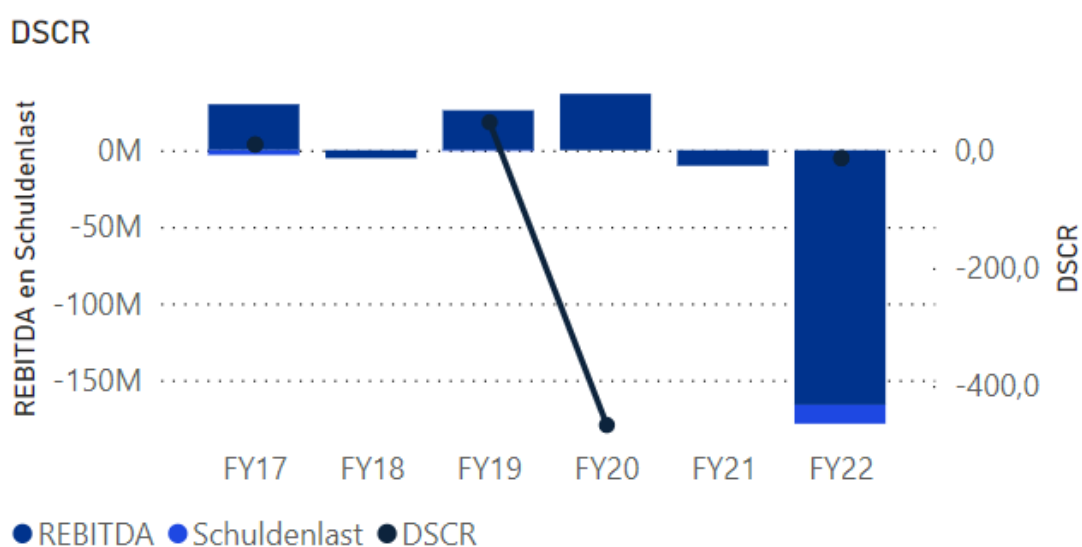
Figuur 23: Evolutie van de debt-to-equity - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium)

Als laatste onderdeel van de solvabiliteitsanalyse voor energieleveranciers met productie in de groep (met Belgische aandeelhouders en zonder TotalEnergies Power & Gas Belgium) wordt de debt-to-equity

ratio besproken. Voor 2022 zien we een stijging in de debt-to-equity ratio. Deze stijging wordt gedreven door een daling van het aangehouden eigen vermogen in 2022, dewelke niet volledig gecompenseerd wordt door de daling in de totale schulden. Ondanks dat een stijgende debt-to-equity op zichzelf niet meteen negatief is, zorgt het sterker dalende eigen vermogen in vergelijking met de schulden wel voor een negatieve evolutie.

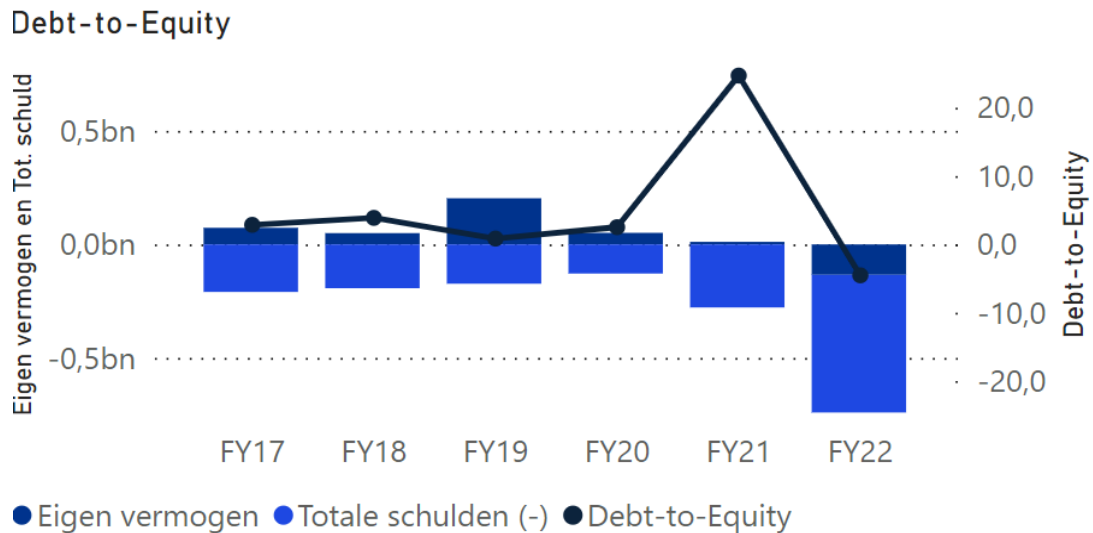
#### 2.4.3.1.4. Energieleveranciers met productie in de groep – TotalEnergies Power & Gas Belgium

Onderstaande grafiek (Figuur 24) toont de evolutie van de DSCR voor TotalEnergies Power & Gas Belgium van 2017 tot 2022. Na geen financiële schulden gehad te hebben in 2021 en dus ook geen waarde voor de DSCR van dat jaar, noteert TotalEnergies Power & Gas Belgium een negatieve DSCR als gevolg van het negatieve eigen vermogen. De DSCR van 2020 verbeterde in 2022 mits een negatieve waarde voor het eigen vermogen.



Figuur 24: Evolutie van de DSCR - Energieleveranciers met productie in groep – TotalEnergies Power & Gas Belgium

De grafiek hieronder (Figuur 25) visualiseert de evolutie van de debt-to-equity ratio van TotalEnergies Power & Gas Belgium van 2017 tot 2022. Na de piek in 2021, duikt de ratio onder 0 in 2022. Dieper ingaand op de twee componenten van de debt-to-equity zien we opnieuw de storende werking van het negatief eigen vermogen, maar ook meer dan een verdubbeling van de totale schuldenlast. Sectie 2.3.5.1.3 zal ons leren dat deze groei in de totale schuldenlast voornamelijk te wijten is aan de sterke verhoging van de handelsschulden.



Figuur 25: Evolutie van de debt-to-equity - Energieleveranciers met productie in de groep – TotalEnergies Power & Gas Belgium

#### 2.4.3.1.5. Energieleveranciers met productie in de groep – Buitenlandse spelers

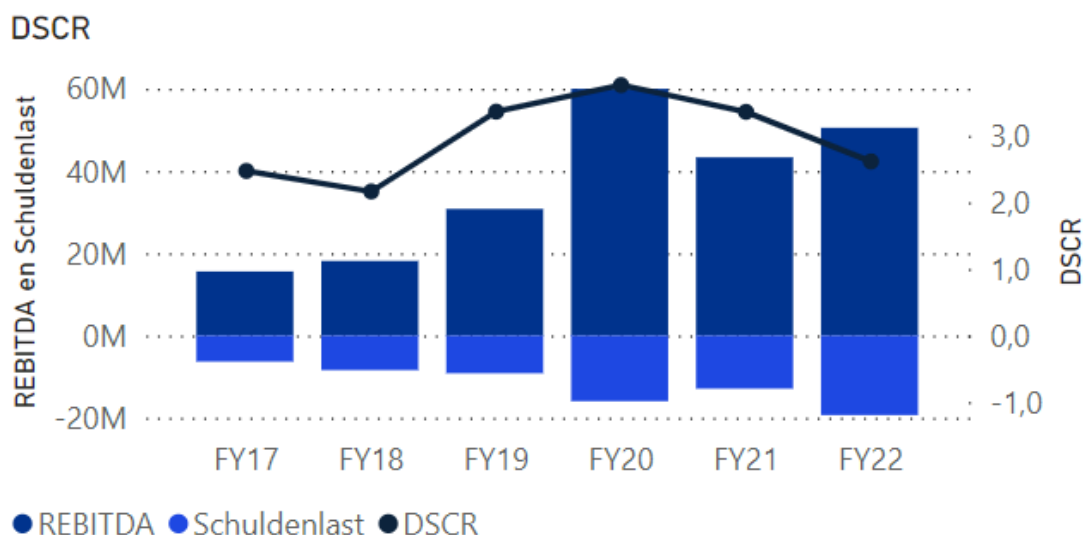
Focussen we op Eni, dan valt er een daling van de DSCR-waarde op te tekenen, tot een dekking van de schuldenlast door de REBITDA van 1,57. Dit valt te verklaren door de sterkere stijging in de schuldenlast t.o.v. de toename van de REBITDA.

Ondanks een toename van de financiële schulden op ten hoogste 1 jaar, daalt de financiële hefboom verder in 2022 doordat het eigen vermogen de toename van vorig jaar verderzet en de financiële schulden op meer dan 1 jaar afgenomen zijn. Het kapitaal is stabiel gebleven. Door de toename van het eigen vermogen daalt de debt-to-equity ratio, na de sterke stijging in 2021.

Voor Wingas is er te weinig publieke informatie beschikbaar voor de solvabiliteitsanalyse in 2022.

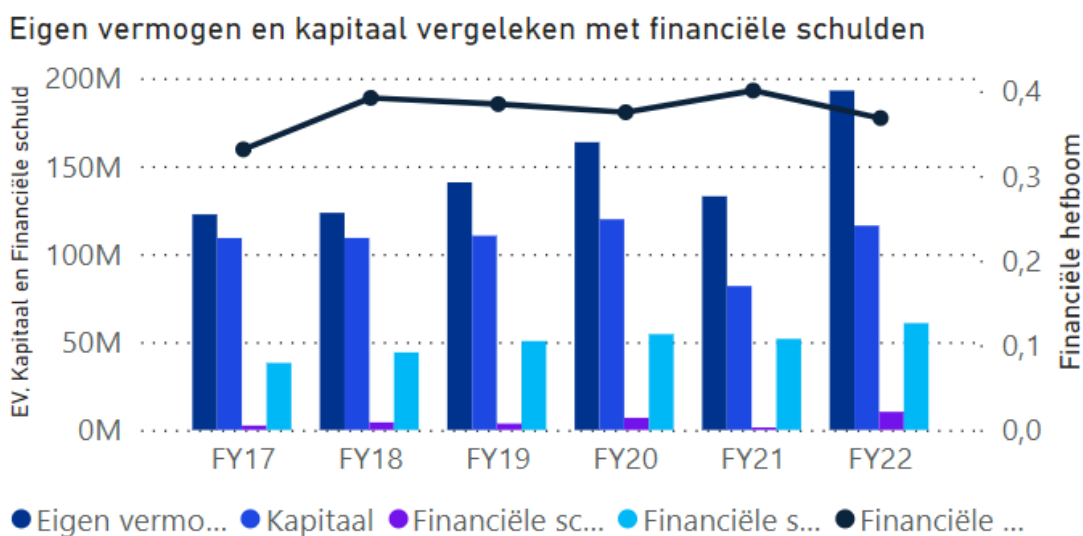
#### 2.4.3.1.6. Energieleveranciers zonder productie

Wanneer we onze focus verleggen naar de energieleveranciers zonder productie, zien we een stabiele trend in de belangrijkste solvabiliteitsratio's.



Figuur 26: Evolutie van de DSCR – Energieleveranciers zonder productie

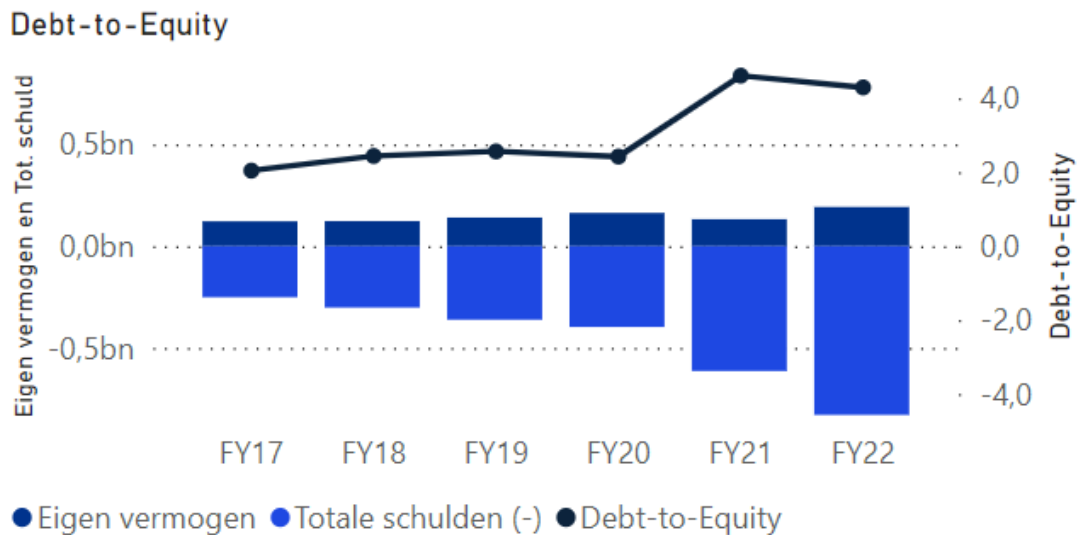
De DSCR-ratio, waarvan de waarde constant boven 2 lag in de laatste 5 jaar, daalde licht in 2022. Echter blijft deze waarde hoog, hetgeen duidt op een hoge terugbetalingscapaciteit en goede financiële gezondheid voor de energieleveranciers zonder productie in het algemeen. Er moet wel vermeld worden dat er grote verschillen zijn tussen de energieleveranciers (binnen deze groep) onderling, waarbij bepaalde energieleveranciers een zeer hoge DSCR-waarde hebben en andere een DSCR-waarde hebben lager dan 1, of zelfs negatief.



Figuur 27: Evolutie van het eigen vermogen en kapitaal vergeleken met de financiële schulden – Energieleveranciers zonder productie

Ook de evolutie van de financiële hefboom vertoont een gelijkaardige, stabiele trend. Hoewel de financiële hefboom licht daalt, zien we dat de energieleveranciers zonder productie nog steeds hoofdzakelijk gebruik maken van het eigen vermogen om investeringen te financieren. Zowel hun eigen vermogen, als hun kapitaal neemt toe in vergelijking met 2021.





*Figuur 28: Evolutie van de debt-to-equity - Energieleveranciers zonder productie*

Richten we onze focus op bovenstaande grafiek (Figuur 28) van de debt-to-equity, die met de totale schuld rekening houdt, zien we een lichte daling in 2022. Deze daling doet een deel van de stijging in 2021 teniet. De drijfveer van de daling is de sterker toegenomen hoeveelheid schulden t.o.v. de toename van het eigen vermogen.

## 2.4.4. Rendabiliteit

De rendabiliteit beschrijft hoe de winst van een onderneming zich verhoudt tot de grootte van de onderneming. Het is dus een waardemeter voor de efficiëntie van de ingezette middelen.

Hoewel er bij de marge-analyse vaak geopteerd wordt voor de EBITDA-marge, wordt er, zoals hierboven al aangegeven, in dit rapport gewerkt met de REBITDA-marge. De keuze voor de recurrente (Recurring) EBITDA wordt gedreven door de volatiliteit die de energiesector de afgelopen jaren kende. De REBITDA geeft een accurater beeld van de financiële gezondheid van de energieleveranciers, gezien het de niet-recurrente kosten en opbrengsten niet in acht neemt.

Voor de analyse van de rendabiliteit werd naar de relatieve evolutie gekeken van de marges en het rendement op eigen vermogen. Om additionele informatie te verkrijgen, werden ook de absolute evolutie van de omzet en totale activa, alsook de relatieve evolutie van het rendement van de totale activa en vermogensmultiplicator geanalyseerd.

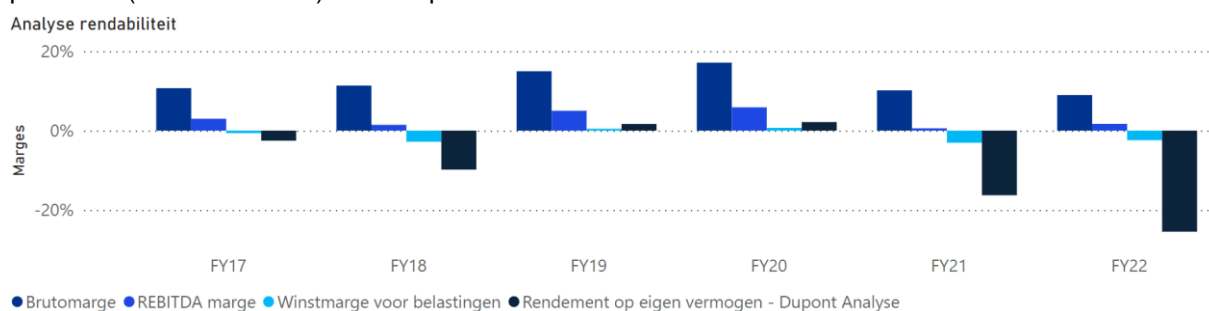
Wat betreft de analyse van de rendabiliteit van de energieleveranciers in Vlaanderen zijn de voornaamste bevindingen:

- De marges verslechteren over de hele lijn, behalve bij de REBITDA- en winstmarge voor belastingen voor de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) en laten zich trapsgewijs voelen doorheen de brutomarge, over de REBITDA-marge tot de winstmarge voor belastingen. Dit geeft aan dat de operationele winstgevendheid onder druk is komen te staan. Hogere aankooprijzen van energie en in verhouding stabiel gebleven verkoopprijzen kunnen hier de oorzaak van zijn.
- Alle energieleveranciers zonder productie en met eigen productie laten zowel een omzetgroei als een stijging van de totale activa optekenen. Bij de energieleveranciers met productie in de groep (met uitzondering van TotalEnergies Power & Gas Belgium) zien we het tegenovergestelde. Zij zien in 2022 hun omzet dalen en de totale activa verkleinen.

### 2.4.4.1. Analyse per categorie van leverancier

#### 2.4.4.1.1. Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

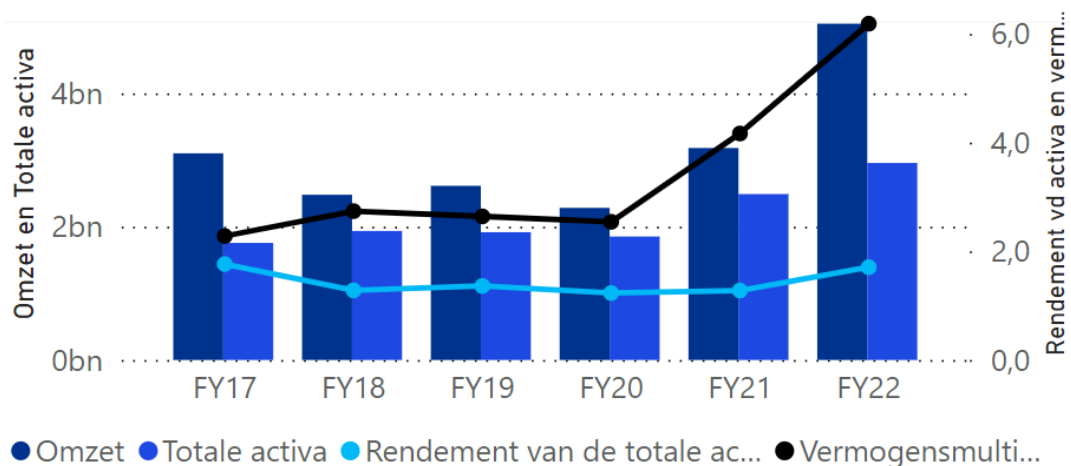
Voor de rendabiliteitsanalyse focussen we eerst op de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel). Onderstaande grafiek (Figuur 29) toont de marges van de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) voor de periode van 2017 tot 2022.



Figuur 29: Analyse van de rendabiliteit - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

Figuur 29 toont een licht herstel van de REBITDA-marge en de winstmarge voor belasting, al blijft die laatste negatief. De brutomarge van de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) daalt verder in 2022, naar het laagste peil in de laatste 6 jaar. De trapsgewijze daling die zichtbaar is van de brutomarge, over de REBITDA-marge tot de winstmarge voor belastingen geeft aan dat de daling in de brutomarge voornamelijk het gevolg is van de operationele bedrijfsvoering. In het geval van energieleveranciers zou dit het gevolg kunnen zijn van een hogere aankoopprijs voor energie, terwijl de verkoopprijs niet (in dezelfde mate) is gestegen. De omzet daarentegen groeide met maar liefst 59% tussen 2021 en 2022.

### Rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator



Figuur 30: Evolutie van het rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

Als we onze focus verschuiven naar de evolutie van de totale activa, zien we dat de stijgende trend, al zichtbaar in 2021, zich verderzet, maar in minder sterke mate. Tegelijkertijd daalt het eigen vermogen in 2022, hetgeen een versterkend effect heeft op de vermogensmultiplicator (zie sectie 2.2.3.5). Dit is een trend die, in combinatie met de disproportionele toename van de schuldenlast, nauwlettend in het oog moet worden gehouden de komende jaren.

De waarde van het eigen vermogen is namelijk een veelgebruikte indicator voor de waarde van een onderneming. Een dalend eigen vermogen, samen met een toename van de schulden (en dus ook van de afbetalingsverplichtingen van deze schulden) is dan ook geen gunstige evolutie.

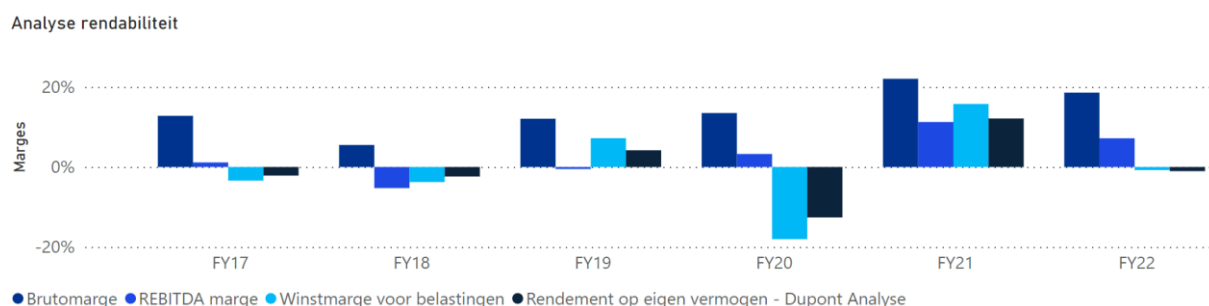
Wanneer beide grafieken samen bekeken worden, wordt het duidelijk welke mechanismen het rendement op eigen vermogen van de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) onder druk zetten en zelfs negatief maken. De steeds groter wordende vermogensmultiplicator verhoogt de volatiliteit van het rendement op eigen vermogen en de licht negatieve winstmarge duwt ze onder 0.

Bovendien waren de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) in 2022 een aanzienlijk groter deel van de langlopende schulden verschuldigd dan in 2021 en gingen ze veel meer handelsschulden aan in vergelijking met de voorbije jaren. Op twee jaar tijd zijn de schulden op ten hoogste 1 jaar 2,5 keer groter geworden (zie sectie 2.4.5.1.1.), terwijl de omzet maar groeide met factor 1,2 en de brutomarge zelfs daalde. Daarenboven zorgden de beperkte winsten in 2020 en verliezen in

2021 en 2022 voor een nog sterker negatief rendement op eigen vermogen. Dit alles zorgt ervoor dat de beperkte reserves van de energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) onder druk komen te staan tegenover de steeds groter wordende overgedragen verliezen, hetgeen een negatieve evolutie van de rendabiliteit teweegbrengt. Dit dient de komende jaren gemonitord te worden. De hoge vermogensmultiplicator drukt de rendabiliteit van de ondernemingen door een groter deel van de gegenereerde middelen op te eisen voor de afbetaling van interestlasten en kapitaalaflossingen.

#### 2.4.4.1.2. Energieleveranciers met eigen productie – Electrabel

Wanneer we specifiek focussen op Electrabel toont onderstaande grafiek (Figuur 31) de evolutie van de marges en het rendement op eigen vermogen van Electrabel in de periode 2017-2022.

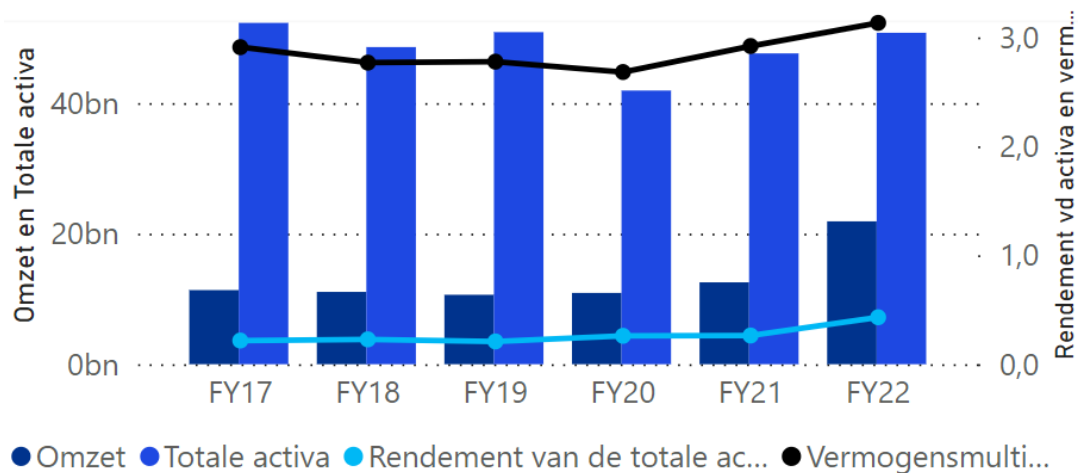


*Figuur 31: Analyse van de rendabiliteit - Energieleveranciers met eigen productie – Electrabel*

Figuur 31 toont aan dat Electrabel het uitzonderlijke resultaat van 2021 niet kon verder trekken in 2022, met een daling over alle marges. De positieve REBITDA-marge demonstreert echter dat de operationele winstgevendheid van Electrabel in 2022, in vergelijking met de andere energieleveranciers met eigen productie, relatief gezond is, ondanks een (licht) negatieve winstmarge voor belastingen.

De negatieve winstmarge van Electrabel met een, in relatie tot de andere energieleveranciers met eigen productie, gezonde REBITDA-marge vroeg om een verdere analyse. In de jaarrekening van Electrabel vinden we voor 2022 niet-recurrente financiële en bedrijfsopbrengsten van ongeveer €1,8 miljard en niet-recurrente financiële en bedrijfskosten van ongeveer €3,8 miljard. Deze netto niet-recurrente kost van net geen €2 miljard voor het boekjaar 2022 drukt de winst en heeft een negatieve winstmarge voor belastingen als gevolg, alsook het negatieve rendement op eigen vermogen. Deze bevinding bevestigt ook het belang van de keuze voor REBITDA ten opzichte van EBITDA in deze volatiele tijden op de energiemarkt.

### Rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator



Figuur 32: Evolutie van het rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator - Energieleveranciers met eigen productie – Electrabel

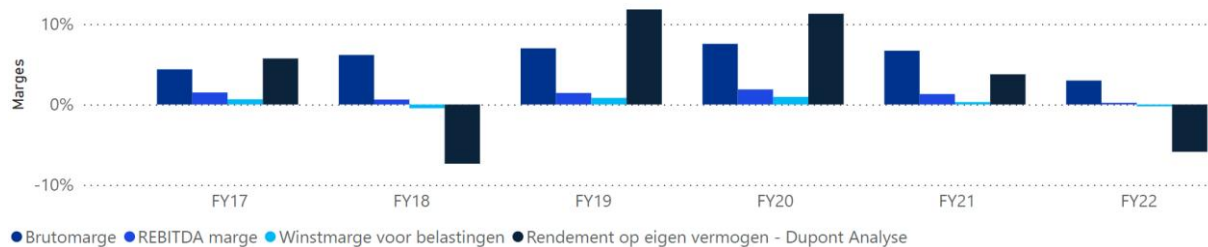
Om dieper te kunnen ingaan op de rendabiliteitsratio's van Electrabel voor 2022, bekijken we de Dupont-analyse van het rendement op eigen vermogen. Zoals in sectie 2.2.3.5 werd aangegeven, wordt deze ratio opgedeeld in 3 delen die met elkaar vermenigvuldigd worden; de winstmarge voor belastingen, het rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator. Wanneer we kijken naar het rendement van de totale activa, zien we voor het eerst in 6 jaar een duidelijke toename. Dit is het gevolg van een aangroei van de totale activa en een nog sterkere groei van de omzet. Ook voor de vermogensmultiplicator tekenen we een groei op, de vermogensmultiplicator zet namelijk de totale activa af tegen het eigen vermogen. Gezien het stabiel gebleven eigen vermogen en de reeds vermelde aangroei van de totale activa, is een verhoging van de vermogensmultiplicator een logisch gevolg. Toch is een negatief (en een kleiner in absolute cijfers) rendement op eigen vermogen op te merken. De licht negatieve winstmarge voor belastingen speelt hier een versturende rol in.

#### 2.4.4.1.3. Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium en TotalEnergies Gas & Power Western Europe)

Om zeker te zijn dat de geanalyseerde cijfers een waarheidsgetrouw beeld geven van de financiële toestand van de categorie “energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers” worden TotalEnergies Power & Gas Belgium en TotalEnergies Gas & Power Western Europe apart besproken voor het segment rendabiliteit. Het negatieve eigen vermogen van zowel TotalEnergies Power & Gas Belgium als TotalEnergies Gas & Power Western Europe in 2022, in combinatie met de uitzonderlijke rendementen op eigen vermogen en rendementen van de totale activa van beiden zorgen namelijk voor een sterke vertekening van rendabiliteitsratio's.

Onderstaande grafiek (Figuur 33) toont de marges voor de energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers voor de periode van 2017 tot 2022.

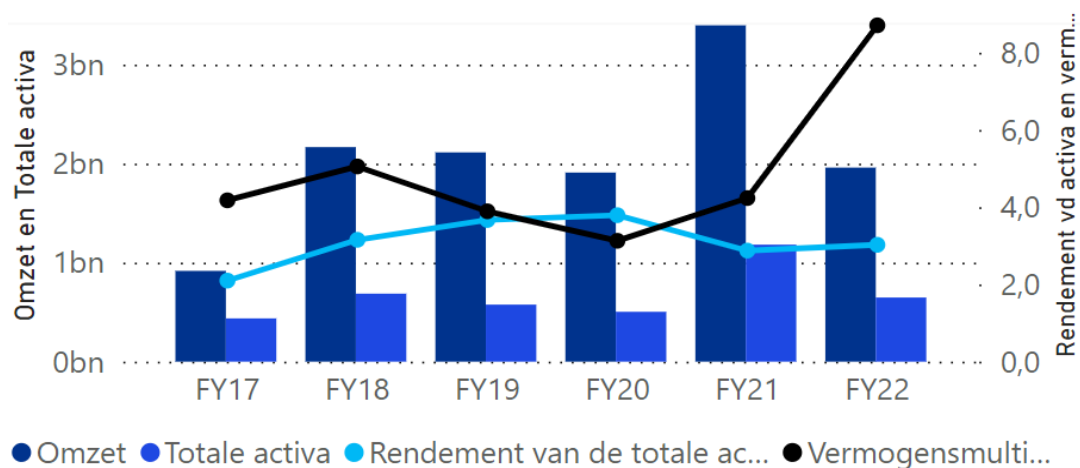
#### Analyse rendabiliteit



Figuur 33: Analyse van de rendabiliteit - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium en TotalEnergies Gas & Power Western Europe)

Met meer dan een halvering in 2022, versnelt de daling van de brutomarge, die reeds werd ingezet in 2021. Deze versnelling in de daling is ook terug te vinden bij de REBITDA-marge en de winstmarge voor belastingen, die zelfs net onder 0 gaat. Hierdoor is het rendement op eigen vermogen ook negatief, wat de daling in 2021 verderzet. Ondanks de sterke stijging van de vermogensmultipliator daalt ook het rendement op eigen vermogen in 2022 in absolute cijfers.

#### Rendement van de totale activa en de vermogensmultipliator



Figuur 34: Evolutie van het rendement van de totale activa en de vermogensmultipliator - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium en TotalEnergies Gas & Power Western Europe)

In tegenstelling tot de andere categorieën van energieleveranciers, is er een daling van de omzet en totale activa te bemerken in 2022 voor de energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers, weergegeven in bovenstaande grafiek (Figuur 34). Desondanks verdubbelt de vermogensmultipliator door een nog sterkere daling van het eigen vermogen dan van de totale activa. Het eigen vermogen daalt naar het laagste peil in 6 jaar tijd en dit is zeker een trend die de volgende jaren nauwlettend in het oog moet gehouden worden. De beperkte reserves van de energieleveranciers in deze categorie maken ze vatbaar voor volatiele en minder rendabele jaren zoals 2022.

#### 2.4.4.1.4. Energieleveranciers met productie in de groep – TotalEnergies Gas & Power Western Europe

De keuze voor de afzondering van TotalEnergies Gas & Power Western Europe uit de categorie van energieleveranciers met productie in de groep volgt uit de disproportionele omzet ten opzichte van de totale activa in 2020 en 2021.

De cijfers voor boekjaar 2022 zijn op het moment van het schrijven van dit rapport nog niet beschikbaar. Met een omzet van 115 miljoen euro behaalde TotalEnergies Gas & Power Western Europe voor 2020 een rendement van de totale activa van 121,9. Dit steeg naar 552,9 in 2021 door een omzetgroei van 568% naar 771 miljoen. De totale activa groeiden gedurende dezelfde tijd met slechts 47%. Bijkomend verdubbelden de overgedragen verliezen in 2021, met een negatief eigen vermogen als gevolg. Al deze elementen zouden de cijfers van de categorie “energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers” vertekenen, waardoor conclusies niet waarheidsgetrouw zouden zijn en er gekozen werd om TotalEnergies Gas & Power Western Europe afzonderlijk te bespreken.

Voor de analyse van de marges van TotalEnergies Gas & Power Western Europe is er te weinig publieke informatie beschikbaar om correcte en verklarende conclusies te trekken en valt dus buiten dit rapport.

#### 2.4.4.1.5. Energieleveranciers met productie in de groep – TotalEnergies Power & Gas Belgium

De keuze voor de afzondering van TotalEnergies Power & Gas Belgium uit de categorie van energieleveranciers met productie in de groep volgt uit de storende werking in de cijfers als gevolg van de grote fluctuaties in het rendement op eigen vermogen en de vermogensmultiplicator. Ook het negatieve eigen vermogen in 2022 draagt bij tot deze vertekening in de analyse van de andere energieleveranciers met productie in de groep.

Het rendement op eigen vermogen evolueerde van 75,7% in 2019 naar -14,3% in 2020, -357,2% in 2021 en uiteindelijk naar 171,3% in 2022. Ook de vermogensmultiplicator fluctueerde van 4,2 in 2020 naar 29,5 in 2021 en tot slot naar -3,6 in 2022 als gevolg van het negatieve eigen vermogen. Gezien de jaarlijkse omzet van meer dan 1 miljard euro doorheen de jaren, wegen deze fluctuaties zeer zwaar door op de categorie van energieleveranciers met productie in de groep en zouden dus de analyse voor de andere spelers vertekenen. Deze bevindingen hebben geleid tot de afzondering van TotalEnergies Power & Gas Belgium.

Wanneer we focussen op de marges van TotalEnergies Power & Gas Belgium zien we, net zoals in 2021, een daling bij alle marges. De brutomarge duikt onder 0, de REBITDA-marge wordt verder negatief alsook de winstmarge voor belastingen. De rendabiliteit in 2022 zorgt voor een verdere opstapeling van de overgedragen verliezen, met nu zelfs een negatief eigen vermogen als gevolg. Deze ongunstige situatie moet worden gemonitord in de komende jaren. Als gevolg van het negatieve eigen vermogen is de vermogensmultiplicator, ondanks de sterke stijging van de handelsschulden (tot zelfs groter dan de totale waarde van de activa), ook negatief. Zie sectie 2.3.5.1.3 voor verdere uitleg i.v.m. de handelsschulden.

In tegenstelling tot de andere spelers in de categorie van energieleveranciers met productie in de groep, volgt TotalEnergies Power & Gas Belgium de algemene trend van stijgende omzet en toenemende totale activa die we ook bij de andere categorieën waarnemen.

#### 2.4.4.1.6. Energieleveranciers met productie in de groep – Buitenlandse spelers

Veranderen we onze focus naar de marges van Eni, dan is er een daling in de bruto- en REBITDA-marge op te merken. De winstmarge voor belastingen stijgt echter van 13,7% in 2021 naar 16,5% in

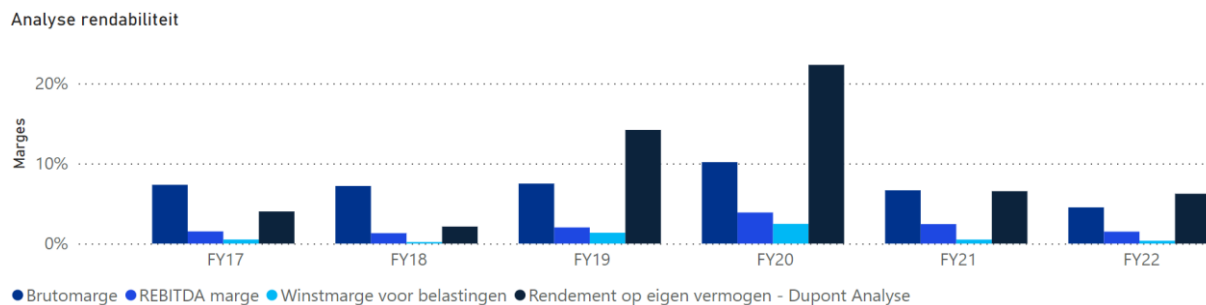
2022. In vergelijking met de andere energieleveranciers actief in Vlaanderen tekent Eni gezonde marges op.

De trend van sterk stijgende vermogensmultiplicatoren, merkbaar bij de andere energieleveranciers, is niet van toepassing bij Eni, de vermogensmultiplicator daalt zelfs licht. Eni maakt wel deel uit van de trend wanneer we spreken over de stijging in het rendement van de totale activa. De stijging, reeds zichtbaar in 2021, versnelt in 2022. De efficiëntie van de activa neemt niet alleen toe, ze is ook van toepassing op een toegenomen hoeveelheid activa. Dit samen zorgt ervoor dat Eni haar rendement op eigen vermogen bijna verdubbelt t.o.v. 2021.

Voor Wingas is er te weinig publieke informatie beschikbaar voor de rendabiliteitsanalyse in 2022.

#### 2.4.4.1.7. Energieleveranciers zonder productie

Als laatste onderdeel van de rendabiliteitsanalyse worden de energieleveranciers zonder productie onder de loep genomen. Onderstaande grafiek (Figuur 35) geeft de marges van de energieleveranciers in Vlaanderen zonder productie weer voor de periode van 2017 tot 2022.

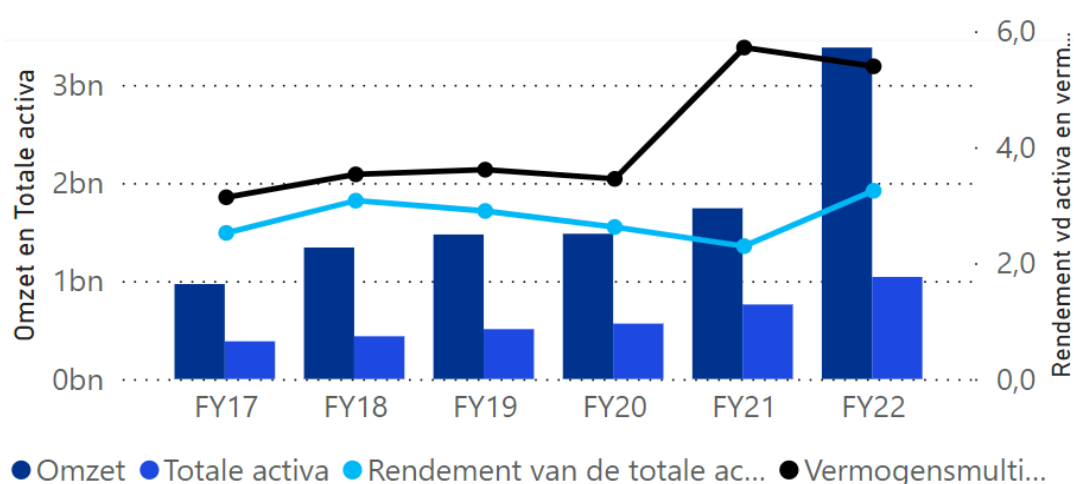


Figuur 35: Analyse van de rendabiliteit - Energieleveranciers zonder productie

Zowel de brutomarge, als de REBITDA-marge dalen licht, in tegenstelling tot de stabiel gebleven winstmarge voor belastingen. De daling van het rendement op eigen vermogen zet zich verder, maar vertraagt na de forse duik in 2021.



## Rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator



Figuur 36: Evolutie van het rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator - Energieleveranciers zonder productie

Veranderen we onze focus naar bovenstaande grafiek (Figuur 36), dan zien we een groei van het rendement van de totale activa, na een neerwaartse trend van 4 jaar. De energieleveranciers zonder productie hebben in 2022 dus efficiënter gebruik gemaakt van hun activa om inkomsten te genereren dan in 2021. De vermogensmultiplicator zakt deels in waarde, na een sterke groei in 2021, maar de waarde blijft aan de hoge kant in vergelijking met de stabiele, lagere vermogensmultiplicator van de jaren voorheen. Deze daling is ook terug te zien in de debt-to-equity (zie sectie 2.4.3.1.6). Energieleveranciers verkiezen schulden meer dan het eigen vermogen om hun activa te financieren in vergelijking met 2 jaar geleden. Ondanks een toename in de financiële schulden en handelsschulden (zie sectie 2.3.5.1.5), zet de aangroei van het eigen vermogen de vermogensmultiplicator wat terug.

Als andere bevinding werd de sterke omzetgroei van 445% van Yuso genoteerd.

### 2.4.5. Werkkapitaal en kasbeheer

Zoals aangegeven in sectie 2.2.4 vertegenwoordigt het werkkapitaal het kapitaal dat bedrijven nodig hebben om aan hun dagelijkse financiële verplichtingen te voldoen en kan het worden berekend als het verschil tussen de vlottende activa en de kortetermijnschulden. Hoewel in de financiële literatuur verschillende interpretaties van werkkapitaal gevonden kunnen worden, is de formule (zie sectie 2.2.4.1) die in deze analyse wordt gebruikt, de meest gangbare.

Voor de analyse van het werkkapitaal, werd eerst naar de absolute evolutie gekeken. Ook werd een niveau dieper gekeken, waarbij de evolutie, in absolute en relatieve termen, van de handelsvorderingen en handelsschulden grondig werd geanalyseerd. Deze analyse laat ons toe bepaalde evoluties van het werkkapitaal te verklaren.

Voortbouwend op de analyse van zowel de handelsvorderingen als handelsschulden werd ook dieper ingegaan op de cashconversiecyclus, dewelke aangeeft hoe lang elke netto-ingebachte euro vastzit in het productie- en verkoopproces.

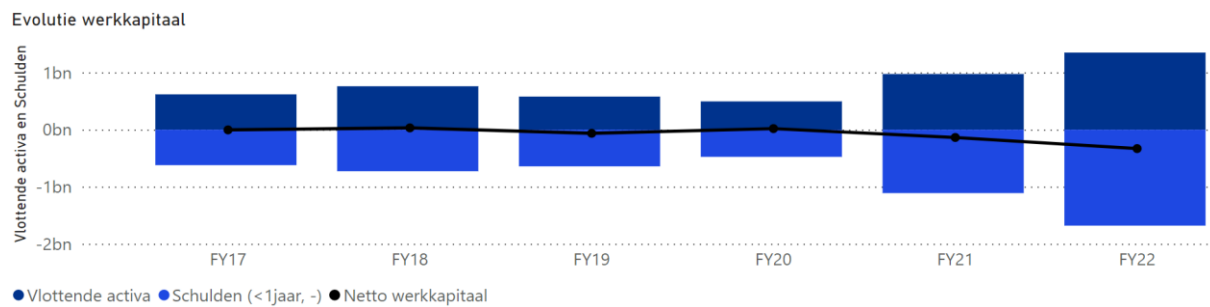
Wat betreft de analyse van het werkkapitaal en het kasbeheer zijn de voornaamste bevindingen:

- Het netto-werkkapitaal blijft, behalve bij de energieleveranciers zonder productie, negatief en vertoont een licht dalende trend. Dit is niet noodzakelijk iets negatief, gezien het erop wijst dat de energieleveranciers zich 'voorfinancieren' bij hun schuldeisers.
- Het aantal dagen klantenkrediet (DSO) en aantal dagen leverancierskrediet (DPO) dalen in 2022, behalve bij de leveranciers met productie in de groep. Dit betekent dat, in het algemeen, zowel de klanten van, als de energieleveranciers zelf, hun uitstaande facturen sneller terugbetalen.
- Ook de cashconversiecyclus daalt in 2022, behalve bij de leveranciers zonder productie. Dit kan ook als positief worden beschouwd, gezien het betekent dat de energieleveranciers sneller hun aangekochte en geproduceerde goederen kunnen omzetten in cash.

#### 2.4.5.1. Analyse per categorie van leverancier

##### 2.4.5.1.1. Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

De onderstaande grafiek (Figuur 37) toont de evolutie van het werkkapitaal in de periode 2017-2022 voor de energieleveranciers met eigen productie.

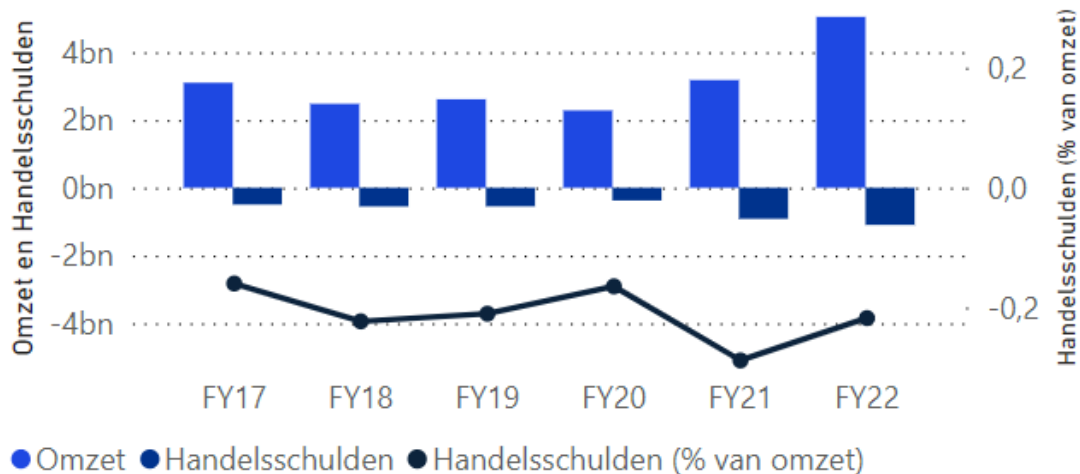


Figuur 37: Evolutie van het werkkapitaal – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

Figuur 37 toont aan dat de dalende trend van het netto-werkkapitaal, al zichtbaar in 2021, zich verderzet in 2022. Niettegenstaande dat een licht negatief netto-werkkapitaal wenselijk kan zijn - het duidt op een optimaal gebruik van de kasstromen en het werkkapitaal – dient de verdere daling van het werkkapitaal nauwlettend te worden gemonitord. Een negatief netto-werkkapitaal kan namelijk ook wijzen op moeilijkheden om de schuldeisers terug te betalen.

De dalende trend van het netto-werkkapitaal wordt gedreven door de stijgende kortetermijnhandelsschulden (zie Figuur 38), dewelke, in lijn met 2021, stegen in 2022. Echter, als we kijken naar de handelsschulden in verhouding tot de omzet, zien we een omgekeerde trend. In vergelijking met 2021 dalen de handelsschulden relatief tot de omzet, hetgeen erop wijst dat de energieleveranciers hun schuldeisers sneller terugbetalen.

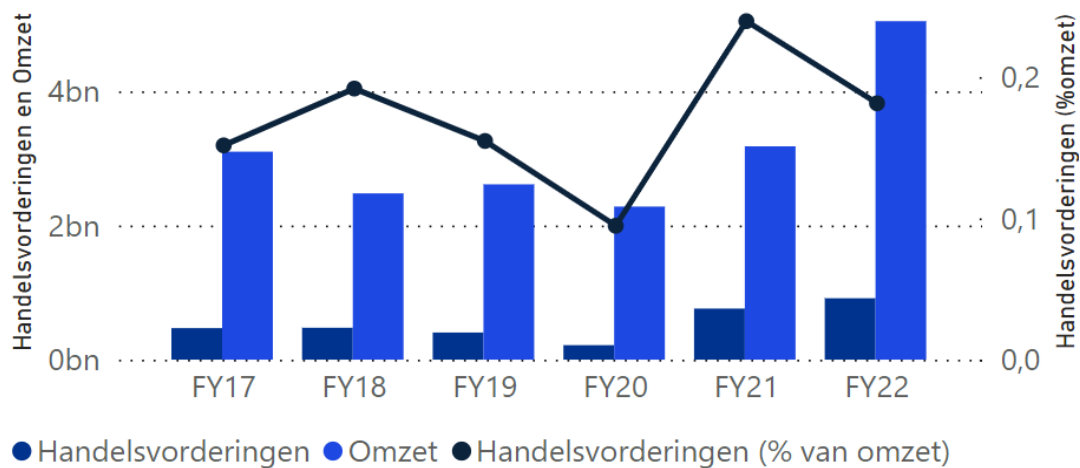
### Handelsschulden en omzet



Figuur 38: Evolutie van de handelsschulden en verhouding met de omzet – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

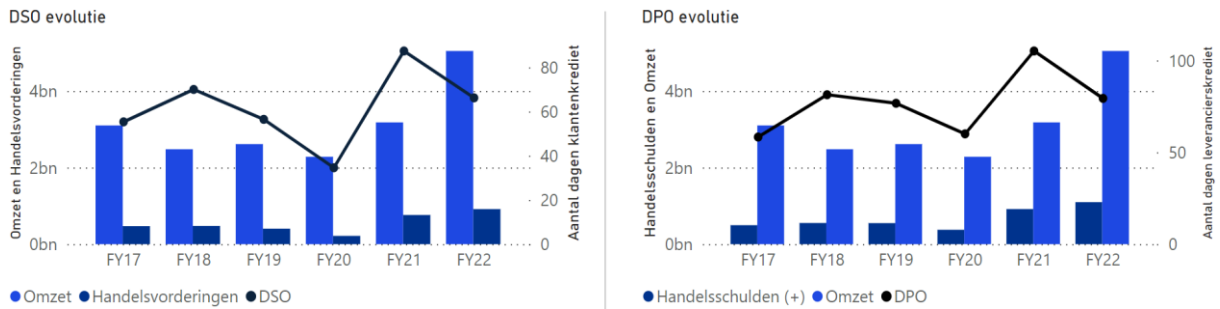
Een verdere analyse van de cashconversiecyclus en de verschillende componenten geeft een duidelijker beeld. Zoals eerder vermeld stegen de handelsschulden in absolute termen, maar daalden ze in verhouding met de omzet, hetgeen een daling in het aantal dagen leverancierskrediet (DPO) met zich meebrengt. Eenzelfde beeld krijgen we indien we ons verdiepen in de evolutie van de handelsvorderingen, zowel in absolute termen als in verhouding met de omzet.

### Handelsvorderingen en omzet



Figuur 39: Evolutie van de handelsschulden en verhouding met de omzet – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

Ook de handelsvorderingen kennen (in absolute termen) een stijging in 2022, maar dalen tevens in verhouding tot de omzet. Als we de DPO (aantal dagen leverancierskrediet) en DSO (aantal dagen klantenkrediet) naast elkaar leggen, krijgen we het onderstaand beeld (Figuur 40).

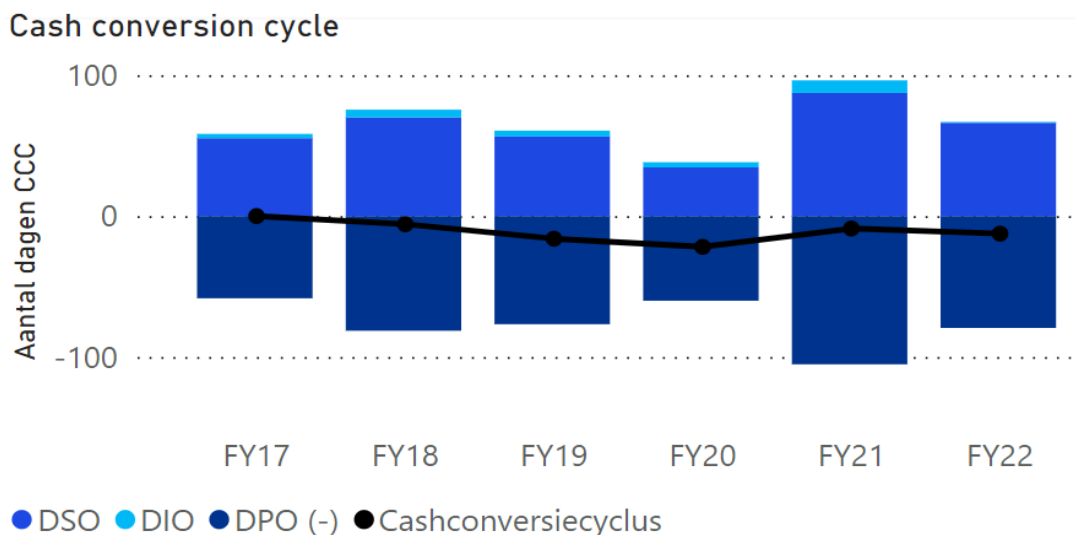


Figuur 40: Evolutie van DSO (aantal dagen klantenkrediet) en DPO (aantal dagen leverancierskrediet) – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

De bovenstaande figuren tonen dat zowel het aantal dagen klantenkrediet (DSO) als het aantal dagen leverancierskrediet (DPO) opnieuw dalen, na een sterke stijging in 2021. Hieruit kunnen we afleiden dat zowel de energieleveranciers (met eigen productie) als hun klanten sneller hun schuldeisers terugbetalen.

In het vorige rapport werd er gewaarschuwd dat vrijwel alle elektriciteits- en gasleveranciers hun operationele schulden aan het opbouwen waren als gevolg van klanten die hun betalingen uitstelden, hetgeen een hogere kans op wanbetalingen en faillissementen met zich meebracht. De huidige evolutie, met een daling van zowel de DSO als DPO, kan dus als positief worden beschouwd.

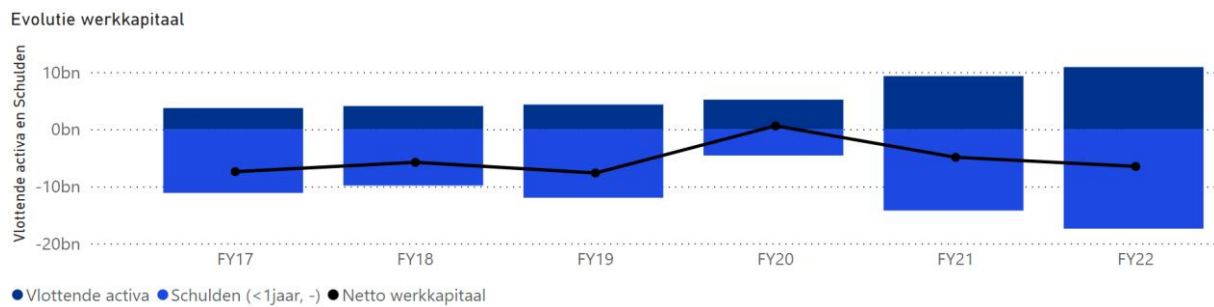
Ten slotte zien we in Figuur 41 dat de cashconversiecyclus, dewelke is opgebouwd uit de DSO, DPO en DIO (aantal dagen voorraad), licht daalt in 2022. Ook dit kan weer als positief worden beschouwd, gezien een negatieve cashconversiecyclus duidt op een energieleverancier die zich voorfinanciert bij zijn klanten.



Figuur 41: Evolutie van cashconversiecyclus – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel)

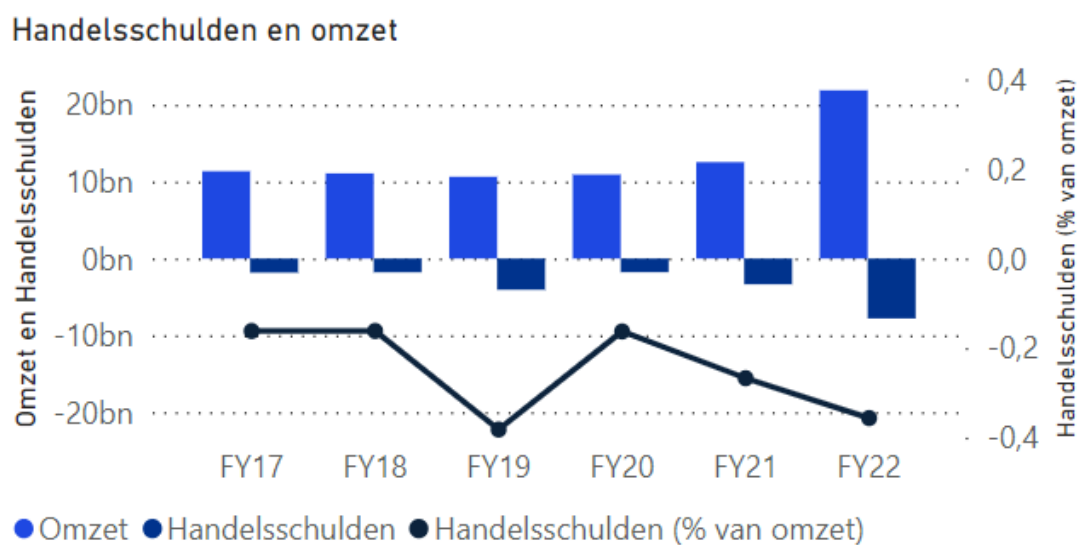
#### 2.4.5.1.2. Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel

Als we specifiek focussen op Electrabel, zien we dat het netto-werkkapitaal stabiliseert in 2022, na een sterke daling in 2021.



Figuur 42: Evolutie van het werkkapitaal - Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel

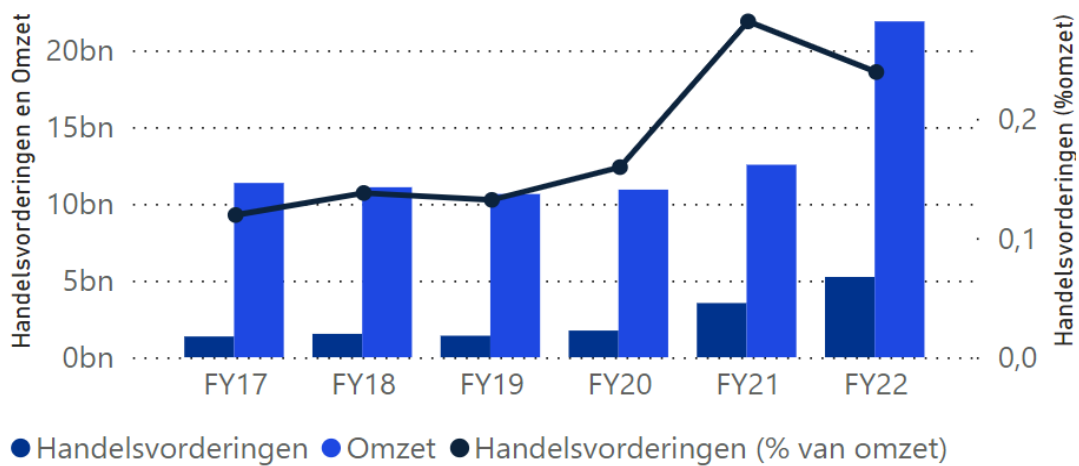
Een verdere analyse van de onderliggende posities van het werkkapitaal, leert ons dat zowel de handelsvorderingen als -schulden stijgen in 2022. Echter, als we beiden analyseren in verhouding met de omzet, krijgen we een ander beeld.



Figuur 43: Evolutie van de handelsschulden en verhouding met de omzet - Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel

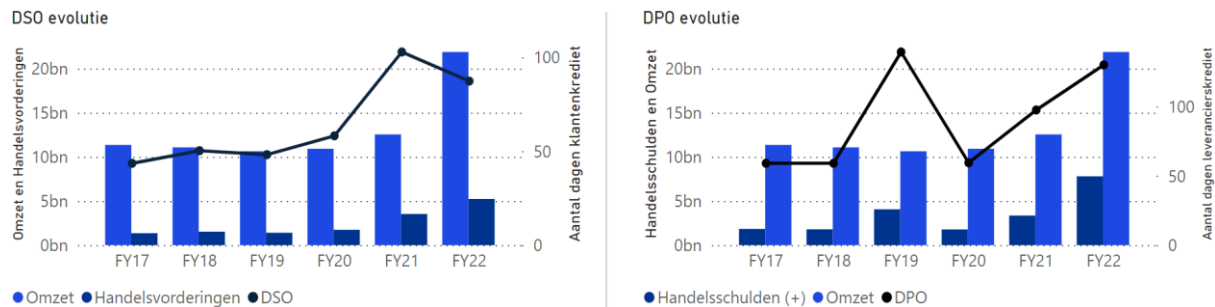
De verhouding tussen de handelsschulden, dewelke verdubbelen in 2022, en de omzet stijgt in 2022, hetgeen erop zou kunnen wijzen dat Electrabel betere betalingsvoorwaarden heeft kunnen onderhandelen met zijn schuldeisers.

## Handelsvorderingen en omzet



Figuur 44: Evolutie van de handelsvorderingen en verhouding met de omzet - Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel

De verhouding tussen de handelsvorderingen en de omzet kent dan weer een omgekeerde trend, waarbij de verhouding tussen de handelsvorderingen en de omzet daalt, na een sterke stijging in 2021. Een mogelijke verklaring hiervoor zou de stringentere opvolging van het betalingsgedrag van de klanten door Electrabel kunnen zijn, waardoor klanten sneller terugbetalen dan vorig jaar.

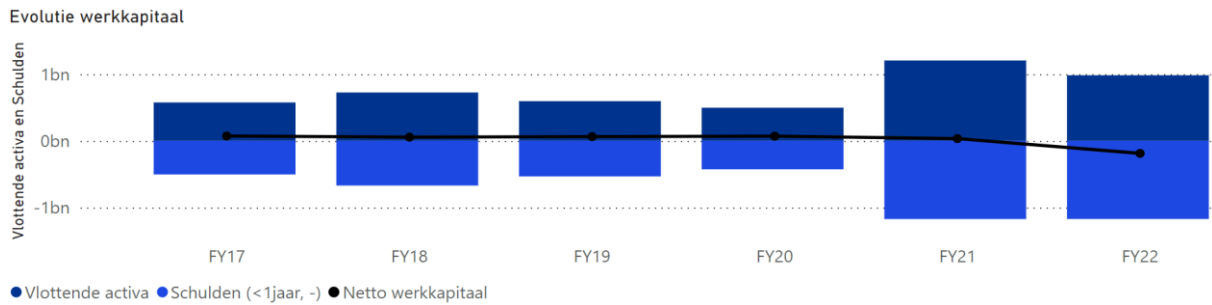


Figuur 45: Evolutie van DSO (aantal dagen klantenkrediet) en DPO (aantal dagen leverancierskrediet) – Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel

Wat de DPO en DSO betreft, zien we een stijging van het aantal dagen leverancierskrediet (DPO) in combinatie met een daling van het aantal dagen klantenkrediet (DSO). De stijgende DPO en dalende DSO hebben een versterkend effect op de cashconversiecyclus, hetgeen duidt op een snellere omzetting van aangekochte en geproduceerde goederen in cash.

### 2.3.5.1.3. Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers

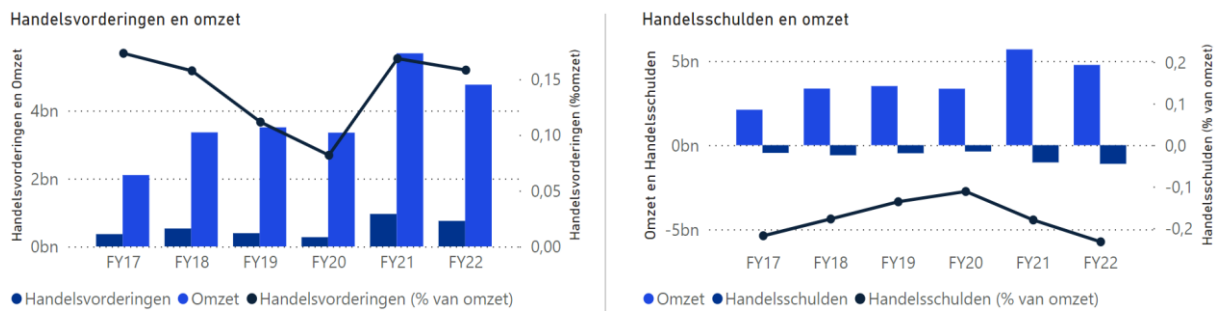
Als we de focus verleggen naar de energieleveranciers met productie in de groep (excl. buitenlandse spelers) zien we een licht dalende trend in het netto-werkkapitaal in 2022. Deze trend wordt gedreven door de stijgende handelsschulden op korte termijn, die de belangrijkste component vormen van de schulden op korte termijn.



Figuur 46: Evolutie van het werkkapitaal – Energieleveranciers met productie in de groep

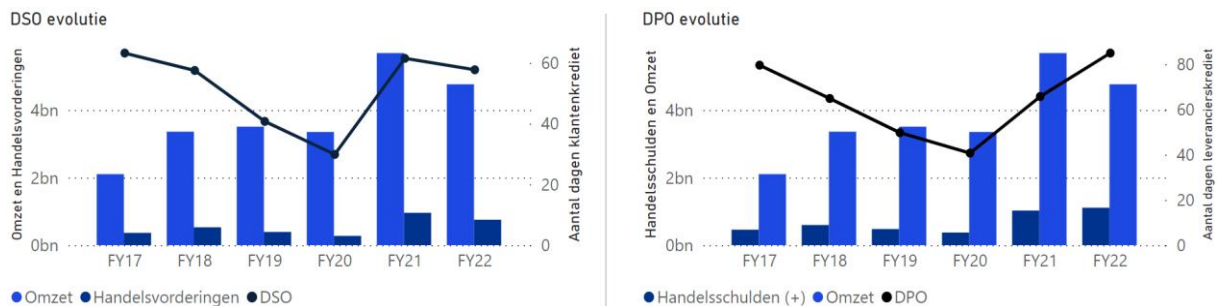
De stijging van de handelsschulden, die al sinds 2020 kan worden geobserveerd, kan niet los worden gezien van de eveneens hoge (t.o.v. historisch niveau) handelsvorderingen. De handelsvorderingen, hoewel dalend in 2022, blijven hoog ten opzichte van het niveau voor de energiecrisis, hetgeen door energieleveranciers moet worden gecompenseerd met een stretch op de uitstaande handelsschulden.

Indien we zowel de handelsvorderingen als de handelsschulden analyseren in verhouding tot de omzet, zien we dat zowel de handelsvorderingen- als schulden proportioneel sneller stegen dan de omzet in 2022.



Figuur 47: Evolutie van de handelsvorderingen en handelsschulden en verhouding met de omzet – Energieleveranciers met productie in de groep

Deze evolutie ziet zich dan ook vertaald in een stijgende DSO en DPO. Gezien de handelsschulden meer stegen in vergelijking met de handelsvorderingen, heeft dit een dalende cashconversiecyclus als gevolg.



Figuur 48: Evolutie van DSO (aantal dagen klantenkrediet) en DPO (aantal dagen leverancierskrediet) – Energieleveranciers met productie in de groep

Hoewel een dalende, negatieve cashconversiecyclus positief is – het duidt op een efficiënt kasstroombeheer – moet de stijging van de DSO en DPO in het oog worden gehouden. De stijgende

trend in de DSO en DPO, dewelke al enkele jaren aan de gang is, geeft aan dat zowel de klanten van de energieleveranciers als de energieleveranciers het betalen van hun uitstaande schulden uitstellen. Op deze manier wordt er meer volatiliteit opgebouwd en stijgt de kans op wanbetalingen.

#### 2.3.5.1.4. Energiespelers met productie in de groep – Buitenlandse spelers

Na de stijging van het netto-werkkapitaal in 2021 voor Eni, is er voor 2022 een daling zichtbaar. De aangroei van schulden op ten hoogste 1 jaar is onvoldoende aangevuld met additionele vlottende activa om het netto-werkkapitaal stabiel te houden.

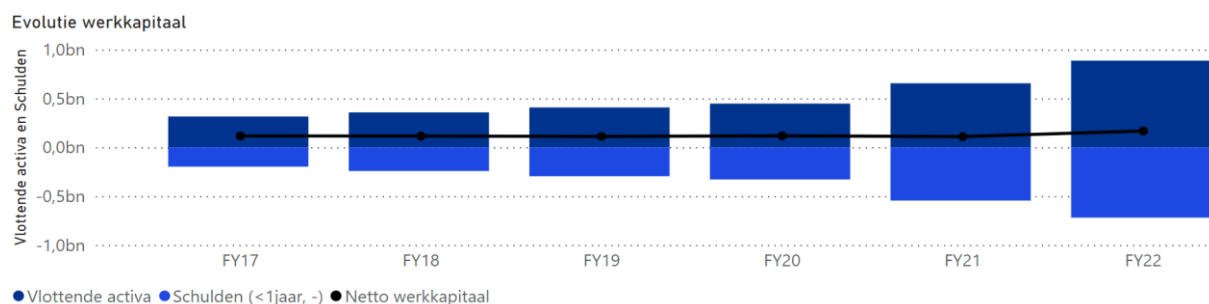
In combinatie met de daling van het netto-werkkapitaal, nemen de handelsschulden in absolute cijfers toe. Echter, indien we kijken naar de handelsschulden in verhouding tot de omzet, zien we een omgekeerde trend door de grote toename van de omzet. Deze absolute stijging en relatieve daling brengen een daling in het aantal dagen leverancierskrediet (DPO) teweeg.

Hetzelfde is waar voor de handelsvorderingen, zowel in absolute termen als in verhouding met de omzet. Ook zij kennen een stijging in absolute termen in 2022, maar dalen ten opzichte van de omzet. Dit veroorzaakt een daling in het aantal dagen klantenkrediet (DSO). Met een daling van meer dan 30% van zowel de DPO als de DSO betalen zowel de energieleveranciers als hun klanten hun schuldeiser sneller terug. Dit samen zorgt ervoor dat het geld van Eni wat minder lang vastzit in de zogenaamde cashconversiecyclus.

Wanneer we ons focussen op Wingas zijn we enkel in staat om met de publieke informatie de evolutie van het netto-werkkapitaal te berekenen. Deze is van licht negatief in 2021 gestegen tot licht positief in 2022. Zoals reeds aangegeven werd in sectie 2.4.2.1.4, zijn zowel de vlottende activa, als de schulden op ten hoogste 1 jaar bijna evenredig gestegen. Voor de verdere analyse van het werkkapitaal en kasbeheer van Wingas is de beschikbare informatie onvoldoende om een correcte analyse uit te voeren.

#### 2.3.5.1.5. Energiespelers zonder productie

De grafiek hieronder (Figuur 49), die de evolutie van het werkkapitaal weergeeft in de periode 2017-2022, schetst een ander beeld dan wat we te zien kregen bij de andere groepen.

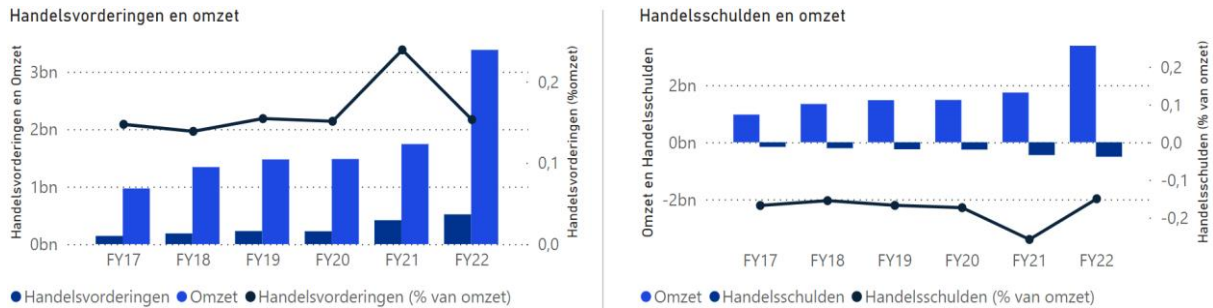


Figuur 49: Evolutie van het werkkapitaal – Energieleveranciers zonder productie

Bij de energiespelers zonder productie observeren we, in lijn met 2021, een lichte stijging in het netto-werkkapitaal, waarbij de onderliggende posities van het netto-werkkapitaal (de handelsvorderingen en handelsschulden) afnemen. Deze trend kon niet worden waargenomen bij de andere groepen.

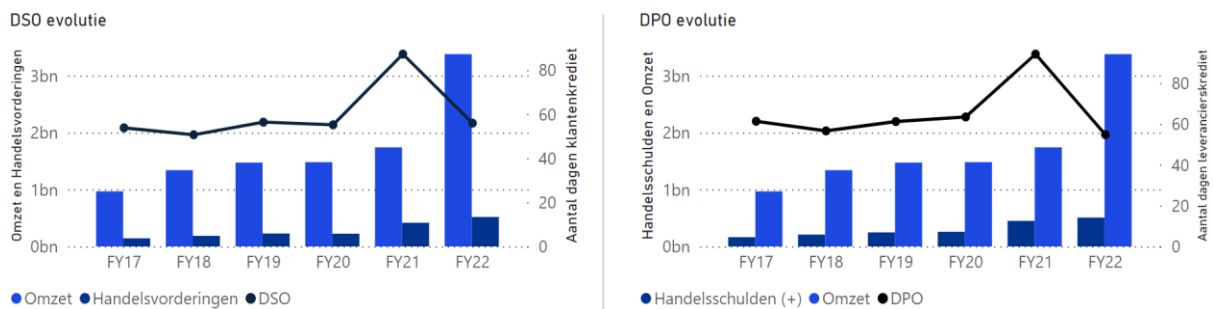


Als we de handelsvorderingen en handelsschulden vergelijken met de omzet, zien we een omgekeerde trend. Niettegenstaande dat de energiestelers zonder productie in het algemeen een sterke stijging kenden van de omzet, daalden de handelsvorderingen en handelsschulden. Dit betekent dat handelsvorderingen sneller werden ontvangen en uitstaande schulden sneller werden betaald in 2022.



Figuur 50: Evolutie van de handelsvorderingen en handelsschulden en verhouding met de omzet – Energieleveranciers zonder productie

De hierboven besproken trend vertaalt zich ook in een sterk dalende DSO en DPO, hetgeen nogmaals aangeeft dat zowel de klanten van, als de energieleveranciers zonder productie zelf, hun openstaande facturen sneller aflossen.



Figuur 51: Evolutie van DSO (aantal dagen klantenkrediet) en DPO (aantal dagen leverancierskrediet) – Energieleveranciers zonder productie

De cashconversiecyclus, dewelke wordt opgebouwd uit de hierboven besproken DSO en DPO, vertoont, net zoals de voorgaande jaren, een stabiele trend. Gezien de DSO en DPO, beiden sterk dalend in 2022, elkaar compenseren blijft de cashconversiecyclus constant.

Uit de analyse kunnen we besluiten dat de stabiele cashconversiecyclus gepaard gaat met een stabiel, licht stijgend, netto-werkkapitaal. De onderliggende posities van het netto-werkkapitaal dalen wel significant, hetgeen als positief kan worden beschouwd, gezien het de kans op wanbetalingen en eventuele faillissementen verkleint.

### 3. Lijst van figuren

Figuur 1: Evolutie van de current ratio - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) ..	24
Figuur 2: Evolutie van de quick ratio - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .....	25
Figuur 3: Evolutie van de cash ratio - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .....	25
Figuur 4: Evolutie van de vorderingen, cash en voorraad t.o.v. de omzet - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .....	26
Figuur 5: Evolutie van de current ratio - Electrabel .....	26
Figuur 6: Evolutie van de vorderingen, cash en voorraad t.o.v. de omzet - Electrabel.....	27
Figuur 7: Evolutie van de quick ratio - Electrabel .....	27
Figuur 8: Evolutie van de cash ratio - Electrabel.....	28
<i>Figuur 9: Evolutie van de current ratio - Energieleveranciers met productie in de groep .....</i>	<i>28</i>
Figuur 10: Evolutie van de quick ratio - Energieleveranciers met productie in de groep .....	29
<i>Figuur 11: Evolutie van de cash ratio - Energieleveranciers met productie in de groep.....</i>	<i>29</i>
Figuur 12: Evolutie van de current ratio - Energieleveranciers zonder productie .....	30
Figuur 13: Evolutie van de quick ratio - Energieleveranciers zonder productie .....	31
Figuur 14: Evolutie van de cash ratio - Energieleveranciers zonder productie .....	31
Figuur 15: Evolutie van de DSCR – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel).....	32
Figuur 16: Evolutie van het eigen vermogen en kapitaal vergeleken met de financiële schulden – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .....	33
Figuur 17: Evolutie van de debt-to-equity ratio – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel).....	34
Figuur 18: Evolutie van het eigen vermogen vergeleken met de financiële schulden –Electrabel .....	34
Figuur 19: Evolutie van het eigen vermogen en kapitaal vergeleken met de financiële schulden – Electrabel.....	35
Figuur 20: Evolutie van de debt-to-equity ratio – Electrabel .....	35
Figuur 21: Evolutie van de DSCR - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium) .....	36
Figuur 22: Evolutie van het eigen vermogen en kapitaal vergeleken met de financiële schulden - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium).....	37
Figuur 23: Evolutie van de debt-to-equity - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium) .....	37
Figuur 24: Evolutie van de DSCR - Energieleveranciers met productie in groep – TotalEnergies Power & Gas Belgium.....	38
Figuur 25: Evolutie van de debt-to-equity - Energieleveranciers met productie in de groep – TotalEnergies Power & Gas Belgium .....	39
Figuur 26: Evolutie van de DSCR – Energieleveranciers zonder productie .....	40
Figuur 27: Evolutie van het eigen vermogen en kapitaal vergeleken met de financiële schulden – Energieleveranciers zonder productie .....	40
Figuur 28: Evolutie van de debt-to-equity - Energieleveranciers zonder productie .....	41
Figuur 29: Analyse van de rendabiliteit - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .	42
Figuur 30: Evolutie van het rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator - Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .....	43
Figuur 31: Analyse van de rendabiliteit - Energieleveranciers met eigen productie – Electrabel .....	44

Figuur 32: Evolutie van het rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator - Energieleveranciers met eigen productie – Electrabel .....	45
Figuur 33: Analyse van de rendabiliteit - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium en TotalEnergies Gas & Power Western Europe)	46
Figuur 34: Evolutie van het rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator - Energieleveranciers met productie in de groep – Belgische spelers (excl. TotalEnergies Power & Gas Belgium en TotalEnergies Gas & Power Western Europe).....	46
Figuur 35: Analyse van de rendabiliteit - Energieleveranciers zonder productie .....	48
Figuur 36: Evolutie van het rendement van de totale activa en de vermogensmultiplicator - Energieleveranciers zonder productie .....	49
Figuur 37: Evolutie van het werkkapitaal – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .....	50
Figuur 38: Evolutie van de handelsschulden en verhouding met de omzet – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .....	51
Figuur 39: Evolutie van de handelsschulden en verhouding met de omzet – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .....	51
Figuur 40: Evolutie van DSO (aantal dagen klantenkrediet) en DPO (aantal dagen leverancierskrediet) – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel) .....	52
Figuur 41: Evolutie van cashconversiecyclus – Energieleveranciers met eigen productie (excl. Electrabel).....	52
Figuur 42: Evolutie van het werkkapitaal - Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel .....	53
Figuur 43: Evolutie van de handelsschulden en verhouding met de omzet - Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel.....	53
Figuur 44: Evolutie van de handelsvorderingen en verhouding met de omzet - Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel.....	54
Figuur 45: Evolutie van DSO (aantal dagen klantenkrediet) en DPO (aantal dagen leverancierskrediet) – Energieleveranciers met eigen productie - Electrabel.....	54
Figuur 46: Evolutie van het werkkapitaal – Energieleveranciers met productie in de groep .....	55
Figuur 47: Evolutie van de handelsvorderingen en handelsschulden en verhouding met de omzet – Energieleveranciers met productie in de groep.....	55
Figuur 48: Evolutie van DSO (aantal dagen klantenkrediet) en DPO (aantal dagen leverancierskrediet) – Energieleveranciers met productie in de groep.....	55
Figuur 49: Evolutie van het werkkapitaal – Energieleveranciers zonder productie.....	56
Figuur 50: Evolutie van de handelsvorderingen en handelsschulden en verhouding met de omzet – Energieleveranciers zonder productie .....	57
Figuur 51: Evolutie van DSO (aantal dagen klantenkrediet) en DPO (aantal dagen leverancierskrediet) – Energieleveranciers zonder productie .....	57

## 4. Bronnen

- 
- <sup>i</sup> Bloomenthal, A. (2023, March 17). *Financial Ratio Analysis: Definition, types, examples, and how to use*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/r/ratioanalysis.asp>
- <sup>ii</sup> Majaski, C. (2022, January 1). *Illiquid Assets: Overview, risk and Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/i/illiquid.asp#:~:text=Illiquid%20refers%20to%20the%20state,a%20substantial%20loss%20in%20value.>
- <sup>iii</sup> Folger, J. (2023, April 30). *Current Ratio vs. Quick Ratio: What's the Difference?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answers/062714/what-are-main-differences-between-current-ratio-and-quick-ratio.asp>
- <sup>iv</sup> Team, C. (2023, October 4). *Liquidity ratio*. Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/liquidity-ratio/>
- <sup>v</sup> Fernando, J. (2023, March 23). *Debt-Service Coverage Ratio (DSCR): How to use and calculate it*. Investopedia. [https://www.investopedia.com/terms/d/dscr.asp#:~:text=The%20debt%20service%20coverage%20ratio%20\(DSCR\)%20measures%20a%20firm%27s,service%20C%20including%20principal%20and%20interest.](https://www.investopedia.com/terms/d/dscr.asp#:~:text=The%20debt%20service%20coverage%20ratio%20(DSCR)%20measures%20a%20firm%27s,service%20C%20including%20principal%20and%20interest.)
- <sup>vi</sup> Fernando, J. (2023b, May 24). *Debt-to-Equity (D/E) Ratio Formula and how to interpret it*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>
- <sup>vii</sup> Liberto, D. (2020, December 31). *Pretax Profit Margin: Definition, Uses, Calculation, example*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/pretax-margin.asp>
- <sup>viii</sup> CFI Education Inc. (29 februari 2020). *Return on Equity (ROE)*. Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/what-is-return-on-equity-roe/>
- <sup>ix</sup> Fernando, J. (2023c, May 24). *Working Capital: Formula, components, and limitations*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/w/workingcapital.asp>