

RUIM 8 MILJARD CASH BLIJFT GEPARKEERD OP DE BALANS

PSA heeft een enorme kaspositie. Door de sterke kasstroom van de laatste jaren had PSA eind vorig jaar 8,5 miljard euro meer cash dan schulden op de balans staan. Voor het idee: dit is circa 40 procent van de beurswaarde van Groupe PSA. Toch is het hebben van cash geen overbodige luxe in de autosector. In het midden van de kredietcrisis in 2008 moesten wereldwijd autobouwers gered worden door overheid. Zo kon PSA alleen op de been blijven door garanties en kapitaalinjecties van de Franse staat. Doordat autobouwers kampen met hoge vaste kosten (fabrieken en werknemers) en verkopen instorten bij tegenwind, krijgt de winst een knauw als omzetten onder druk staan.

NEGATIEF WERKKAPITAAL

Daar komt nog een ander probleem bij. Door toeleveranciers uit te knijpen en laat te betalen – zij moeten gemiddeld 82 dagen wachten op hun geld – opereert PSA structureel met negatief werkkapitaal. Deze gratis voorfinanciering van toeleveranciers geeft de kasstroom een flinke impuls in goede tijden.

Maar negatief werkkapitaal kan een vloek zijn zodra verkopen instorten, de voorfinanciering wegvalt en voorraden onverkoopbaar blijken. Dan kan opeens dringend behoefte aan contant geld ontstaan. Puur vanwege het werkkapitaalrisico lijkt het verstandig om minstens een maand omzet in kas te hebben liggen, oftewel ruim 6 miljard euro. Tel daar de extra miljarden bij op die de komende jaren nodig zijn voor investeringen in PSA's internationale expansieplannen, elektrificatie en autonoom rijden en er blijven weinig euro's over om uit te keren aan aandeelhouders.

Tavares gaf dit recent ook toe toen een analist vraagtekens zette bij PSA's "zeer inefficiënte balans". Tavares wees er fijntjes op dat de balans er wellicht door de goede economie inefficiënt uitziet, maar morgen kan blijken dat "een extra vangnet heel verstandig was".



strategie ook de motor achter de wederopstanding van Opel in 2017. In de komende jaren zal een steeds groter deel van de nieuwe Opel-modellen gebouwd worden op de twee PSA-platforms.

DARWIN

Tavares laat zich er graag op voorstaan dat het snoeien in kosten altijd in goed overleg gaat met bonden. Maar hij is daarbij heel duidelijk: zeker in Europa zullen alleen de fabrieken die tegen de laagste kosten opereren, overleven.

PSA is goed op dreef om eind volgend jaar de arbeidskosten als percentage van de omzet terug te brengen tot 10. In 2013 lag dit percentage nog op 15. Er is duidelijk een trend waarneembaar dat binnen Europa productie wordt opgeschroefd in fabrieken in lagelonenlanden, zoals Slowakije en Portugal.

Ook heeft Tavares een "Darwinistisch" systeem geïntroduceerd

dat er in feite op neerkomt dat alle fabrieken in Europa op termijn tegen dezelfde lage loonkosten moeten opereren als in Spanje (8 procent van de omzet bestaat uit loonkosten). En wie Tavares een beetje kent, zal zich afvragen hoe lang hij de Spaanse arbeidskosten als referentie neemt. Recent werd er een fabriek in Marokko geopend waar de arbeidskosten weer veel lager liggen.

Tavares oogst veel lof met het snijden in kosten en investeringen, maar PSA wist sinds 2013 ook gemiddeld met 4,1 procent per jaar te groeien. Gezien PSA's doorsnee-merken is opmerkelijk dat die groei voornamelijk wordt gedreven door prijsstijgingen (1,2 procent per jaar) en doordat het concern steeds meer grotere en duurdere auto's zoals SUV's en busjes ging verkopen (2,3 procent per jaar). Het totaal aantal verkochte auto's steeg in de laatste zes jaar nauwelijks (organische groei 0,3 procent per jaar).

balans



PSA had eind september een netto-kaspositie van 8,5 miljard euro (rente-dragende schuld minus kaspositie). Maar een groot deel van de kaspositie heeft PSA nodig om in elk economisch scenario te kunnen overleven. Dit blijkt ook uit het kredietoordeel van BBB minus. Dit is slechts één treetje hoger dan junk-status. Het valt desalniettemin op dat PSA bijna gratis kan lenen op obligatiemarkten. Het is niet uit te sluiten dat beleggers er rekening mee houden dat ze gered zullen worden door de staat als het (weer) fout gaat.

dividend



PSA is onbetrouwbaar als het gaat om dividendbetalingen. In het laatste decennium werd de uitkering maar liefst vijf keer geschrapt. In 2017 is het dividend weer hervat en sindsdien ligt het uitkeringspercentage rond de 25 procent van de winst. De payout-ratio mag laag zijn, bij tegenwind verdampst de winst snel, en de uitkering wordt makkelijk geschrapt.