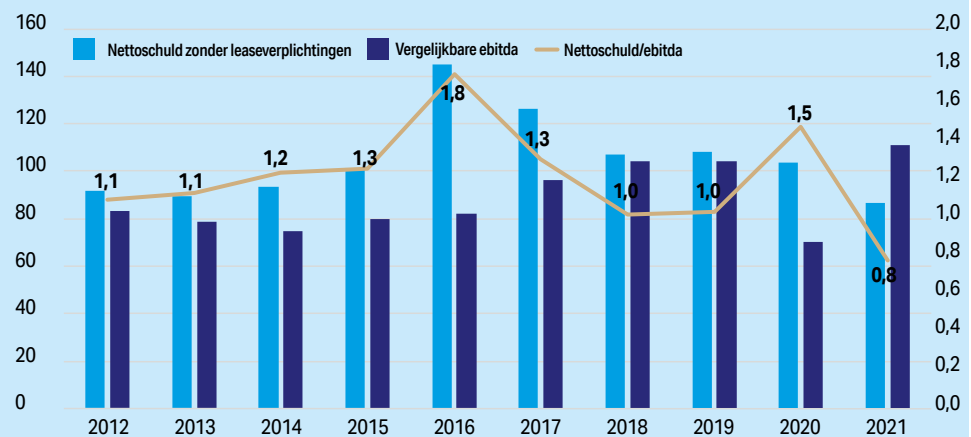


SCHULDENRATIO'S ZIJN AFGENOMEN



Bron: Bloomberg, excl. financials en vastgoed, in miljarden euro's. **Linkeras:** nettoschuld en ebitda. **Rechteras:** ratio. Bedragen in miljarden euro's.

EEN ANDERE BLIK OP SCHULDEN

Vakbond FNV heeft een onderzoek laten uitvoeren naar de geldstromen van Nederlandse bedrijven sinds 2000. De conclusie van het in mei gepubliceerde rapport *Aandeelhouders eerst* is, kort gezegd, dat de belangen van aandeelhouders steeds meer voorop zijn komen te staan.

Er valt het nodige af te dingen op het rapport, ook over het gedeelte dat over schulden gaat. Het rapport beschrijft een significante stijging van de schuld van 51 geselecteerde bedrijven. Er wordt gesproken over uitholling van het bedrijfsleven en gewaarschuwd dat als de rente stijgt "veel bedrijven die nu een veel hogere schulddispositie hebben in de problemen kunnen komen".

De conclusies worden getrokken door op een incomplete manier naar schulden te kijken. Zo worden de ruime kasposities eind 2020 – bij elkaar circa 60 miljard voor 51 bedrijven, zoals elders in het rapport omschreven – niet van de (bruto)schulden afgetrokken. Ook blijft onvermeld dat het vooral de boekhoudregels zijn die tot (optisch) hogere schulden in 2019 en 2020 hebben geleid.

Maar het belangrijkste kritiekpunt is dat (netto)schulden niet worden afgezet tegen de verdien capaciteit van bedrijven. Uit een grafiek is alleen af te lezen dat de schulden zijn toegenomen ten opzichte van de verkopen van de bedrijven. Veel zuiverder is het echter om de nettoschuld af te zetten tegen de ebitda. Een aanzienlijk deel van de 51 bedrijven die werden geselecteerd – bijvoorbeeld ASML, DSM en RELX – is nu veel winstgevender dan rond de eeuwwisseling. Als de FNV hiernaar gekeken zou hebben, was de conclusie ongetwijfeld dat schulden juist beter behapbaar zijn geworden.

men in de resultatenrekening. De gerapporteerde ebitda laat deze posten buiten beschouwing. Om de vergelijkbare ebitda te berekenen moeten deze kosten in mindering worden gebracht op het bedrijfsresultaat.

Bij bedrijven met veel leaseverplichtingen als Air France-KLM (2021: 1,4 miljard euro), Ahold Delhaize (1,4 miljard euro) en Shell (1,7 miljard euro) doen we daarom stevige neerwaartse correcties op de ebitda.

Na deze aanpassingen blijkt dat in 2012 het gemiddelde bedrijf 1,1 jaar nodig had om alle schulden terug te betalen; dat was eind 2021 0,8 jaar.

Chipmachinefabrikant ASML, een zwaargewicht in de hoofdin- dex, is een illustratief voorbeeld. Terwijl de bruto schuld flink steeg, nam tegelijkertijd ook de kaspositie aanzienlijk toe. Om de liquiditeit in mindere tijden te waarborgen wil ASML 2 tot 2,5 miljard euro in kas houden. Daar zat het technologiebedrijf ultimo 2021 met 7,6 miljard euro ruimschoots boven. Er was eind vorig jaar dan ook 3 miljard aan nettokas.

Bovendien is bij ASML niet alleen sprake van een nettokaspositie. Het afgelopen decennium verbeterde ook de verdien capaciteit explosief. De ebitda ging van 1,3

miljard in 2012 naar 7,2 miljard euro in 2021.

ASML is misschien een extreem voorbeeld. Maar ook veel andere bedrijven, waaronder DSM, Heineken en Wolters Kluwer, zagen de winsten duidelijk harder oplopen dan de schulden. Afgaand op deze ratio zijn de gemiddelde schulden van de 42 bedrijven dus niet toegenomen (brutoschuld) of zelfs gelijk gebleven (nettoschuld), maar afgenomen.

Voor het idee: de maximumratio die veel banken toestaan, ligt in de regel op 3. Op het oog kunnen de Damrak-bedrijven dus tegen een stootje. Al zijn er een aantal brekebeentjes. Zo zitten handels- huis Acomo (3,2 keer) – dankzij de

ASML: HOGERE BRUTOSCHULD, LAGERE NETTOSCHULD, MEER VERDIENCAPACITEIT

Jaar	2012	2021
Brutoschuld (excl. leases)	€ 0,8	€ 4,6
Kasgeld	€ 2,7	€ 7,6
Nettoschuld (excl. leases)	€ -1,9	€ -3,0
Ebitda	€ 1,3	€ 7,2
Leaseverplichtingen	€ -	€ -0,1
Vergelijkbare ebitda	€ 1,3	€ 7,2

Bron: Jaarverslagen ASML. Bedragen in miljarden