

Redelijke ratio's

Bron: Trends 30 april 2003

Financiële analisten hebben hun mond vol van ratio's. Maar wat is zo'n ratio eigenlijk? En wat vertelt ze over de financiële gezondheid van een bedrijf? Vera Smets licht een tipje van de sluier op aan de hand van sprekende voorbeelden. Smaakt naar meer? Kijk dan vooral ook onderaan deze tekst: op de website van Vera Smets (<http://www.financeisfun.be>) vindt u nog een bijkomende stelling om uw financiële geest aan te scherpen.

1. Juist of fout: Elke ratio heeft een vaststaande definitie

Jammer genoeg is deze stelling fout. De financiële wereld blinkt niet uit in eenduidigheid. Een financiële ratio gaat bepaalde elementen uit de balans en de resultatenrekening in verband met elkaar brengen. Dit getal geeft informatie over de financiële gezondheid van een bedrijf.

Naargelang de gebruiker echter kan de definitie van een ratio veranderen. Een bekende ratio is de solvabiliteit die als volgt berekend wordt:

Solvabiliteit = eigen vermogen/totaal passief

Het passief is het totaal van alle geldsommen die een bedrijf heeft aangetrokken van zijn investeerders. Het aantrekken van middelen kan gebeuren op twee manieren. Ofwel moet het geld terugbetaald worden, dit is het vreemd vermogen of de schulden van de onderneming. Ofwel moet het geld niet terugbetaald worden, dit is het eigen vermogen.

Een solvabiliteit van 25% betekent dus: voor elke 100 euro die het bedrijf heeft aangetrokken van investeerders moet 25 euro niet terugbetaald worden. Anders gezegd: de onderneming wordt voor 75% gefinancierd door schulden.

Deze benadering van de solvabiliteitsratio vind je vaak terug op het Europese vasteland. In de Angelsaksische wereld wordt de D/E-ratio berekend. De D staat voor debt (schulden), de E staat voor equity (eigen vermogen). Een solvabiliteit van 25% komt dus overeen met een D/E-ratio van 3 (= 75/25). Voor elke euro eigen vermogen is er 3 euro schuld.

Beide benaderingen geven exact dezelfde informatie. Maar de verschillende definities maken het de lezer niet gemakkelijk. Daarom is het belangrijk om als financiële leek de nodige assertiviteit aan de dag te leggen tegenover de financiële specialist. Vraag steeds naar de definitie van een ratio. Alleen dan kunt u correct interpreteren.

2. Juist of fout: Resultaatratio's zijn betrouwbaarder dan balansratio's.

Dat is correct. Resultaatratio's zijn opgebouwd met elementen uit de resultatenrekening. Balansratio's zijn gebaseerd op balansposten. Gemengde ratio's bevatten elementen uit de balans en de resultatenrekening.

Resultaatratio's zijn betrouwbaarder. De reden hiervoor ligt in het fundamentele verschil tussen de balans en de resultatenrekening van een bedrijf.

De balans geeft aan hoe een bedrijf zijn middelen gebruikt. Deze informatie vindt u op het actief van de balans. Hoe de activiteit gefinancierd wordt, ziet u op het passief van de balans. Bestede middelen zijn uiteraard altijd gelijk aan aangetrokken middelen: er is steeds een evenwicht of "balans" tussen actief en passief.

Hoe een onderneming haar middelen aantrekt en besteedt, verandert elke dag. Door aan- en verkopen gaat de voorraad stijgen of dalen, nieuwe investeringen dienen zich aan, lonen worden betaald, schulden worden terugbetaald... Een balans ziet er elke dag anders uit. Eén keer per jaar moet een bedrijf de balans van een bepaalde dag – meestal 31 december – bekendmaken. De gegevens worden doorgestuurd naar de Balanscentrale van de Nationale Bank waar iedereen de balans – en ook de resultatenrekening – kan raadplegen. In België hebben we een zeer open cultuur wat financiële informatie betreft. Elke NV en BVBA – hoe klein ook – moet zijn gegevens publiceren. Op www.nbb.be vindt u meer informatie.

De balans is een foto. Ze geeft de situatie van een bedrijf weer op één bepaald ogenblik.

Dat is anders met de resultatenrekening. De resultatenrekening geeft aan hoe het resultaat – winst of verlies – van een bedrijf gedurende een volledige periode, meestal een jaar, werd opgebouwd. Een belangrijk element uit de resultatenrekening is de verkoop. Het getal dat hier wordt vermeld, is niet de verkoop van één dag maar van een volledig jaar. Hetzelfde geldt voor de posten aankopen, loonkosten... Ze vermelden allemaal bedragen die gedurende een heel jaar zijn opgebouwd.

Bij de analyse van een ratio is het belangrijk na te kijken hoe de ratio is opgebouwd: welke elementen komen uit de balans en welke elementen komen uit de resultatenrekening?

De ratio "klantenkrediet", ook DSO (Days Sales Outstanding) genoemd, is daar een goed voorbeeld van:

Klantenkrediet in dagen = (Klanten/Verkoop)*365 dagen

Wat vertelt deze ratio:

- "Klanten" geeft aan welk bedrag aan klantenfacturen op een bepaald moment openstaat.
- "Verkoop" is het totaal van de verkopen over een volledig jaar.
- Stel: klanten = 10.000 en omzet = 120.000 euro. De ratio komt dan uit op 1/12 van 365 dagen, dus één maand. Dit betekent dat de klanten hun facturen betalen op één maand.

De post "klanten" komt uit de balans en is dus een momentopname. Wanneer u deze ratio berekent voor een groothandel in speelgoed, kan dat een vertekend beeld geven. De verkoop van speelgoed loopt erg goed in de maand december vanwege sinterklaas en de feestdagen. Stel dat we te maken hebben met een zaak die de helft van haar verkoop realiseert in december en dat de klanten hun facturen betalen één maand na factuurdatum. Op 31 december vertoont de post "klanten" een zeer groot bedrag. Toegepast op het voorbeeld van daarnet, betekent dit dat einde december klantenfacturen uitstaan voor een bedrag van 60.000, de helft van de totale omzet. De ratio wordt dan:

$$\text{(Klanten/Verkoop)*365 dagen} = \text{(60.000/120.000)*365 dagen} = \text{6 maanden}$$

Volgens de ratio betalen de klanten op 6 maanden, wat uiteraard niet correct is. De foto is alleen op een ongelukkig moment genomen.

3. Juist of fout: ROS-ratio's geven goede informatie

Ook dit is correct. ROS staat voor Return on Sales. De ROS-ratio's gaan na hoe rendabel de verkoop is. Dat is de doelstelling van elk bedrijf: als 100 euro wordt verkocht, dan moet daar iets van overblijven.

De ROS-ratio's hebben als eerste voordeel dat zij zich baseren op de resultatenrekening. Alle betrokken cijfers gaan dus over een hele periode, meestal een jaar.

Om de ROS-boodschap goed te begrijpen, kunt u de resultatenrekening best voorstellen als een filter (zie figuur - klik op de afbeelding om ze vergroot weer te geven). Bovenaan vindt u de omzet. Na uitfiltering van een gedeelte van de bedrijfskosten, komen we bij EBITDA terecht. EBITDA is een nieuw modewoord in de financiële wereld. De afkorting staat voor Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Hoewel de exacte definitie van dit concept kan verschillen, komt het er meestal op neer dat men het bedrijfsresultaat beschouwt zonder de afschrijvingen of:



EBITDA = Omzet – goederen – diensten – lonen

Om dit cijfer goed te interpreteren moeten we ook kijken naar wat het niet zegt.

EBITDA houdt geen rekening met:

- afschrijvingen van investeringen
- financiële opbrengsten (bv. dividenden ontvangen van dochterbedrijven)
- financiële kosten (bv. intresten op schulden)
- uitzonderlijke opbrengsten (bv. verkoop van een dochterbedrijf)
- uitzonderlijke kosten (bv. herstructureringskosten)
- belastingen
- dividenden voor de aandeelhouders.

De tweede trap van de filter brengt ons naar het bedrijfsresultaat of EBIT.

Na het financieel en uitzonderlijk resultaat komen we bij de "bottom line": winst of verlies. Nu zijn alle kosten van de activiteit in kaart gebracht behalve de dividenden. Die worden uitgekeerd op basis van de gemaakte winst.

Wanneer we indicatoren als EBIT en EBITDA als absolute getallen berekenen, hebben ze weinig betekenis. De boodschap wordt echt duidelijk als je ze deelt door de omzet. Zo bereken je de ROS-ratio's.

Enkele voorbeelden brengen duidelijkheid (zie tabel).

	Colruyt	Electrabel	Microsoft	Telenet	GBA
EBITDA/Omzet	8,08%	10,96%	45,81%	-10,84%	-20,68%
EBIT/Omzet	5,63%	4,57%	41,99%	-72,03%	-74,99%
Resultaat/Omzet	4,40%	7,24%	27,60%	-114,20%	-77,64%

GBA = Germinal Beerschot

Bron: Balanscentrale (voor Colruyt, Telenet en GBA) en internet (Electrabel en Microsoft). Cijfers van 2001, behalve voor Colruyt (boekjaar van 01.04.01 tot 31.03.02), GBA en Microsoft (boekjaar van 01.07.01 tot 30.06.02). De andere bedrijven hebben hun definitieve cijfers voor 2002 nog niet gepubliceerd.

Opvallend gezond is Microsoft met een EBITDA/Omzet, ook wel de EBITDA-marge genoemd, van 45,81%. Als Microsoft 100 euro verkoopt blijft er 45,81 euro over na het in rekening brengen van alle goederen, diensten en lonen. Voor Germinal Beerschot ziet dit er even anders uit. Zij zitten met een EBITDA-marge van -20,68. Een verkoop van 100 euro genereert zo veel kosten dat zij op EBITDA-niveau al negatief staan. Zouden voetballers dan toch te veel verdienen?

Ook Telenet heeft een zwaar verlieslatende activiteit. Elke 100 euro die verkocht wordt, is niet alleen volledig opgesoupeerd. Daarbovenop wordt voor 114 euro aan kosten gemaakt.

Hoe overleef je dan? Door vaak bij je investeerders, aandeelhouders of banken, te gaan aankloppen voor extra geld. Uiteraard kan dit niet blijven duren. Enkel wanneer de verlieslatende spiraal kan worden omgebogen zullen investeerders bereid blijven hier geld in te steken.

Colruyt heeft een lage EBITDA-marge, maar dat is niet erg. De zwaarste kostenposten bij Colruyt zijn op EBITDA-niveau al in rekening gebracht. Uiteindelijk realiseren zij een winstmarge van 4,40%. Dit is niet buitengewoon hoog, maar we mogen niet vergeten dat Colruyt grote volumes draait. Als je op elke verkochte 100 euro een bedrag van 4,40 euro kunt realiseren, kun je goed je boterham verdienen als je omzet voldoende hoog is.

Electrabel heeft enigszins merkwaardige cijfers. De EBIT-marge is kleiner dan de winstmarge. De oorzaak is het financiële resultaat van Electrabel dat erg positief is.

Electrabel heeft veel participaties in intercommunales, die tot nu toe zeer winstgevend waren en daarom fikse dividenden konden uitkeren. Of dat in de toekomst ook zo zal zijn, is helemaal niet zeker.

4. Juist of fout: Ratio's moeten over verschillende jaren bekeken worden.

Volledig juist. De evolutie van een ratio is vaak belangrijker dan de ratio zelf. Een dalende ratio hoeft niet noodzakelijk een probleem te zijn. Wanneer het bedrijf een goede reden heeft voor een ratio die tijdelijk wat minder goed scoort, is er niets aan de hand. Op langere termijn moet de ratio echter weer positief worden.

Spijtig genoeg krijgen bedrijven vandaag niet echt de kans om even wat slechter te scoren. Vooral beursgenoteerde bedrijven worden door analisten vaak afgemaakt vanaf het moment dat ze één negatief signaal uitzenden. De druk om steeds positieve cijfers te tonen kan dan heel groot worden. De laatste jaren hebben we gezien dat sommige bedrijven zelfs frauduleuze cijfers gingen publiceren.

Vera Smets

Nog een stelling? Juist of fout: EBIT en EBITDA zijn goede "interne" indicatoren. Het antwoord vindt u op de [website](#) van Vera Smets.