



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

### ***Masterthesis***

#### ***Financiële analyse van de retail sector***

#### **Fethullah Duzenli**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen, afstudeerrichting accountancy en financiering

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

**[www.uhasselt.be](http://www.uhasselt.be)**

Universiteit Hasselt  
Campus Hasselt:  
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt  
Campus Diepenbeek:  
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

**2023**  
**2024**



# **Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen**

master in de toegepaste economische  
wetenschappen

## ***Masterthesis***

### ***Financiële analyse van de retail sector***

#### **Fethullah Duzenli**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,  
afstudeerrichting accountancy en financiering

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE



# Woord vooraf

Het schrijven van deze masterproef markeert het einde van een bijzondere en uitdagende periode in mijn leven. Veel medestudenten kijken terug op hun studententijd als een periode van groei, met zowel hoogte- als dieptepunten. Mijn eigen academische reis was evenzeer leerrijk, maar werd gekenmerkt door bijzondere persoonlijke uitdagingen.

Tijdens mijn schakeljaar verloor ik mijn moeder, een gebeurtenis die niet alleen mijn studietraject, maar mijn hele leven diepgaand heeft beïnvloed. Dit verlies heeft mij diep geraakt en mijn levensperspectief voorgoed veranderd. Ondanks deze zware beproeving, heb ik de kracht gevonden om door te zetten en mijn studie Toegepaste Economische Wetenschappen, met specialisatie in Accountancy en Financiering, af te ronden.

Deze masterproef, gewijd aan een financiële analyse van de retailsector, vormt een leerrijk sluitstuk van mijn academische reis aan de UHasselt. Het onderzoek heeft niet alleen mijn kennis verdiept, maar ook mijn doorzettingsvermogen op de proef gesteld.

Mijn oprechte dank gaat uit naar mijn promotor, Prof. Dr. Sigrid Vandemaele, voor haar waardevolle inzichten, suggesties en de geboden kans om dit onderzoek uit te voeren. Haar begeleiding was onmisbaar bij het voltooien van deze studie.

Daarnaast wil ik mijn vrienden en familie bedanken voor hun onvoorwaardelijke steun. Jullie aanmoediging en begrip hebben een cruciale rol gespeeld in het bereiken van deze mijlpaal.

Tot slot wil ik deze masterproef opdragen aan mijn moeder. Hoewel zij er niet meer is om dit moment mee te maken, was haar invloed op mijn leven en studies onmiskenbaar. Haar geloof in mijn capaciteiten en de waarden die zij mij heeft meegegeven, hebben mij de kracht gegeven om door te zetten, zelfs in de moeilijkste tijden.

# Samenvatting

De retailsector speelt een vitale rol in de economie en heeft een directe invloed op het leven van consumenten. Als cruciale schakel in de toeleveringsketen kopen retailers producten van fabrikanten en groothandelaren in om deze vervolgens aan consumenten te verkopen. Begin 2020 werd deze sector, net als de rest van de economie, abrupt verstoord door de COVID-19-pandemie. Deze ongekennde gezondheids crisis leidde tot ingrijpende lockdownmaatregelen die een significante impact hadden op de retailsector.

Gezien de dynamische aard van de retailsector en de recente uitdagingen waarmee deze werd geconfronteerd, is het waardevol om de financiële gezondheid en prestaties van retailbedrijven grondig te analyseren. Deze masterproef richt zich daarom op een vergelijkende financiële analyse van toonaangevende spelers in de Belgische retailmarkt van consumentenelektronica. De hoofdonderzoeksvraag luidt: "Hoe hebben de financiële posities van prominente retailers in België zich ontwikkeld vóór, tijdens en na de COVID-19-crisis?".

Om deze vraag te beantwoorden, werden in onderling overleg met de promotor vier bedrijven geselecteerd voor een vergelijkende financiële analyse: Coolblue, Electro Depot, Kräfel en Vanden Borre. Deze keuze is gebaseerd op hun prominente positie in de markt en hun verschillende strategische benaderingen. De analyse omvat een grondige bestudering van de jaarrekeningen van deze bedrijven over de periode 2019-2022, waardoor niet alleen de directe impact van de COVID-19-crisis in 2020 wordt onderzocht, maar ook de situatie vóór de pandemie en de nasleep ervan in kaart wordt gebracht.

De literatuurstudie vormt de theoretische basis voor dit onderzoek. Het begint met een diepgaande bespreking van financiële analyse, waarbij het belang van verschillende analysetechnieken wordt benadrukt, met name ratioanalyse en kasstroomanalyse. Er wordt ook aandacht besteed aan het concept van 'earnings management' en het belang van een grondige accounting analyse voorafgaand aan de financiële analyse.

Vervolgens schetst de studie de evolutie van het retaillandschap, van traditionele winkels tot e-commerce en de opkomst van omnichannel retailing. Hierbij worden verschillende competitieve strategieën besproken, zoals kostenleiderschap en differentiatie, gebaseerd op het werk van Porter. De studie gaat ook in op meer recente concepten zoals de 'blue ocean strategy' en de uitdagingen van het combineren van kostenleiderschap en differentiatie.

Ten slotte bespreekt de literatuurstudie de impact van de COVID-19-crisis op de Belgische retailsector. De studie benadrukt de heterogene impact binnen de sector, veroorzaakt door drie hoofdfactoren: het onderscheid tussen essentiële en niet-essentiële winkels, de mate van online aanwezigheid van retailers, en veranderende consumentenvoorkeuren. Deze factoren verklaren waarom sommige retailers floreerden tijdens de crisis, terwijl anderen zwaar werden getroffen.

De methodologie van het onderzoek omvat een uitgebreide financiële analyse bestaande uit drie hoofdcomponenten: liquiditeitsanalyse, solvabiliteitsanalyse en rendabiliteitsanalyse. De liquiditeitsanalyse omvat onder meer een kasstromenanalyse en de berekening van diverse ratio's zoals de current ratio en voorraadrotatie. De solvabiliteitsanalyse onderzoekt onder andere de

algemene schuldgraad en de financiële onafhankelijkheidsgraad. De rendabiliteitsanalyse wordt uitgevoerd met behulp van het DuPont-model, waarbij de rendabiliteit van het eigen vermogen (ROE) wordt ontleed in zijn onderliggende componenten.

De kasstroomanalyse toonde aan dat alle vier bedrijven over het algemeen positieve kasstromen uit operaties genereerden gedurende de onderzochte periode. Een opvallend patroon was de significante toename in kasstroom uit operaties in het coronajaar 2020 voor alle ondernemingen, vergeleken met 2019. Deze piek werd echter gevolgd door een algemene dalende trend in 2021 en 2022. Opmerkelijk is dat in 2022 drie van de vier geanalyseerde bedrijven kasstromen uit operaties hadden die lager waren dan het pre-COVID-niveau van 2019.

Wat betreft liquiditeit toonde de analyse aan dat drie van de vier onderzochte bedrijven over het algemeen een positief nettobedrijfskapitaal en dus een current ratio groter dan één hadden. Dit wijst erop dat deze bedrijven voldoende vlottende activa beschikten om aan hun korte termijn verplichtingen te voldoen. Electro Depot vormde hierop een uitzondering met een consistent negatief nettobedrijfskapitaal, hoewel er wel een duidelijke positieve evolutie zichtbaar was over de jaren heen.

Het onderzoek onthulde ook interessante patronen in het werkkapitaalbeheer. Bij het merendeel van de bedrijven was het aantal dagen leverancierskrediet groter dan het aantal dagen klantenkrediet, wat duidt op een efficiënt gebruik van de aan- en verkoopcyclus voor financiering. Coolblue onderscheidde zich door een extreem efficiënt voorraadbeheer, met een significant lagere voorraadrotatie en aantal dagen voorraad in vergelijking met de concurrenten.

Op het vlak van solvabiliteit vertoonden de meeste onderzochte bedrijven een gezonde positie. Coolblue en Krëfel onderscheidden zich door een consistent sterke financiële onafhankelijkheidsgraad. Vanden Borre zag een significante daling in de financiële onafhankelijkheidsgraad in 2020, maar herstelde zich in de daaropvolgende jaren. Electro Depot, hoewel startend met een hoge algemene schuldgraad, vertoonde een consistente verbetering in zijn solvabiliteitspositie over de onderzochte periode.

De rendabiliteitsanalyse, uitgevoerd met behulp van het DuPont-model, bracht interessante inzichten aan het licht. Alle vier de bedrijven zagen een piek in hun rendabiliteit van het eigen vermogen (ROE) en rendabiliteit van de activa (ROA) in 2020, wat de positieve impact van de COVID-19-crisis op de winstgevendheid van deze elektronica-detailhandelaren bevestigt. Deze piek werd echter gevolgd door een algemene daling in 2021 en 2022, wat suggereert dat de initiële groei in winstgevendheid niet duurzaam was.

Opvallend was dat Coolblue, ondanks zijn differentiatiestrategie, de laagste winstmarges vertoonde over de hele periode. Dit werd echter gecompenseerd door een hoge asset turnover, wat bijdroeg aan een relatief stabiele ROE. Electro Depot, met zijn kostenleiderschapsstrategie, liet een volatielere maar over het algemeen hogere ROE zien dan zijn concurrenten.

Samenvattend kan gesteld worden dat de onderzochte bedrijven over het algemeen goed gepresteerd hebben tijdens de COVID-19-crisis, met verbeterde liquiditeit, stabiele solvabiliteit en een piek in rendabiliteit in 2020. De nasleep van de crisis in 2021 en 2022 bracht echter nieuwe

uitdagingen met zich mee, met een algemene trend van normalisering of zelfs lichte achteruitgang in financiële prestaties.

Er zijn echter beperkingen aan dit onderzoek. Aangezien de opzet van dit onderzoek een vergelijkende financiële analyse is, kon de focus op slechts een beperkt aantal bedrijven gelegd worden. Dit beperkt natuurlijk de generaliseerbaarheid van de bevindingen. Hoewel de geselecteerde bedrijven toonaangevende spelers zijn binnen de sector met verschillende strategieën, vertegenwoordigen ze mogelijk niet alle variaties in bedrijfsmodellen binnen de bredere Belgische retailsector. Daarnaast is de analyse gebaseerd op jaarrekeningen, die mogelijk niet alle nuances van de bedrijfsprestaties weergeven, vooral gezien de snelle veranderingen tijdens de pandemie.

# Inhoudsopgave

|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| Woord vooraf.....                                            | 1  |
| Samenvatting .....                                           | 2  |
| Inhoudsopgave .....                                          | 5  |
| Lijst met figuren .....                                      | 7  |
| Lijst met tabellen .....                                     | 8  |
| 1 Inleiding .....                                            | 9  |
| 2 Literatuurstudie.....                                      | 11 |
| 2.1 Financiële analyse.....                                  | 11 |
| 2.1.1 Analysetechnieken .....                                | 11 |
| 2.1.2 Gebruikers .....                                       | 11 |
| 2.1.3 Accounting analyse .....                               | 13 |
| 2.2 Het retaillandschap .....                                | 14 |
| 2.2.1 Wat is retailing?.....                                 | 14 |
| 2.2.2 Competitieve strategieën .....                         | 15 |
| 2.2.2.1 Kostenleiderschap.....                               | 16 |
| 2.2.2.2 Differentiatie.....                                  | 16 |
| 2.2.2.3 'Stuck in the middle' .....                          | 17 |
| 2.2.3 Het retaillandschap: de evolutie in een notendop ..... | 18 |
| 2.2.3.1 Van traditionele winkels tot e-commerce .....        | 18 |
| 2.2.3.2 Multichannel Retailing.....                          | 19 |
| 2.2.3.3 Crosschannel Retailing.....                          | 19 |
| 2.2.3.4 Omnichannel retailing.....                           | 19 |
| 2.2.3.5 De rol van technologie.....                          | 21 |
| 2.2.3.6 Veranderende rol van fysieke winkels .....           | 21 |
| 2.2.3.7 Conclusie.....                                       | 21 |
| 2.3 COVID-19-crisis .....                                    | 22 |
| 2.3.1 COVID-19-crisis in België .....                        | 22 |
| 2.3.1.1 De sterkste daling van het bbp sinds WOII .....      | 22 |
| 2.3.1.2 Vergelijking met de financiële crisis .....          | 23 |
| 2.3.1.3 Heterogene impact.....                               | 24 |
| 2.3.1.4 Transmissie van schokken.....                        | 24 |
| 2.3.1.5 Steunmaatregelen .....                               | 25 |
| 2.3.1.6 Impact op Belgische bedrijven .....                  | 25 |
| 2.3.1.7 Impact op het Belgische retaillandschap.....         | 27 |
| 3 Methodologie .....                                         | 29 |
| 4 Resultaten .....                                           | 31 |
| 4.1 Voorafgaande analyse .....                               | 31 |
| 4.1.1 Voorstelling onderzochte bedrijven .....               | 31 |
| 4.1.2 Accounting analyse .....                               | 32 |



|         |                                                                          |    |
|---------|--------------------------------------------------------------------------|----|
| 4.2     | Vergelijkende analyse .....                                              | 32 |
| 4.2.1   | Kasstromenanalyse .....                                                  | 32 |
| 4.3     | Ratioanalyse .....                                                       | 41 |
| 4.3.1   | Liquiditeit .....                                                        | 41 |
| 4.3.1.1 | Nettobedrijfskapitaal .....                                              | 41 |
| 4.3.1.2 | Current ratio en quick ratio .....                                       | 42 |
| 4.3.1.3 | Voorraadrotatie en aantal dagen voorraad .....                           | 45 |
| 4.3.1.4 | Aantal dagen klantenkrediet en leverancierskrediet.....                  | 47 |
| 4.3.2   | Solvabiliteit.....                                                       | 49 |
| 4.3.2.1 | Algemene schuldgraad en financiële onafhankelijkheidsgraad.....          | 50 |
| 4.3.2.2 | Zelffinancieringsgraad .....                                             | 52 |
| 4.3.2.3 | Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT ..... | 54 |
| 4.3.3   | Rendabiliteit.....                                                       | 55 |
| 4.3.3.1 | Het DuPont-model .....                                                   | 55 |
| 5       | Conclusie .....                                                          | 61 |
| 5.1     | Algemene conclusie .....                                                 | 61 |
| 5.2     | Beperkingen van het onderzoek.....                                       | 62 |
|         | Literatuurlijst.....                                                     | 63 |
|         | Bijlagen .....                                                           | 67 |

## Lijst met figuren

|                                                                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figuur 1: Retailers als schakel tussen producenten en consumenten .....                                                         | 15 |
| Figuur 2: Van single channel retailing naar omnichannel retailing (Diemar, 2023) .....                                          | 20 |
| Figuur 3: Impact van het COVID-19-crisis op het Belgische bbp (Baert, 2021) .....                                               | 23 |
| Figuur 4: Percentage van bedrijven die verlies leden in 2019 en 2020, per sector (Piette & Tielens, 2022) .....                 | 26 |
| Figuur 5: Invloed van de COVID-19-crisis op de maandelijkse omzet van bedrijven in de retailsector (Tielens et al., 2020) ..... | 27 |
| Figuur 6: Het DuPont-model .....                                                                                                | 57 |
| Figuur 7: Evolutie van de rendabiliteit van het eigen vermogen .....                                                            | 58 |

## Lijst met tabellen

|                                                                                              |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabel 1: Vergelijking tussen kostenleiderschap en differentiatie (Palepu et al., 2022) ..... | 17 |
| Tabel 2: Kasstroomtabel Coolblue.....                                                        | 34 |
| Tabel 3: Kasstroomtabel Electro Depot.....                                                   | 35 |
| Tabel 4: Kasstroomtabel Krëfel .....                                                         | 36 |
| Tabel 5: Kasstroomtabel Vanden Borre.....                                                    | 37 |
| Tabel 6: Nettobedrijfskapitaal .....                                                         | 41 |
| Tabel 7: Current ratio .....                                                                 | 43 |
| Tabel 8: Quick ratio .....                                                                   | 44 |
| Tabel 9: Voorraadrotatie .....                                                               | 46 |
| Tabel 10: Aantal dagen voorraad .....                                                        | 46 |
| Tabel 11: Aantal dagen klantenkrediet .....                                                  | 48 |
| Tabel 12: Aantal dagen leverancierskrediet .....                                             | 48 |
| Tabel 13: Algemene schuldgraad .....                                                         | 50 |
| Tabel 14: Financiële onafhankelijkheidsgraad .....                                           | 51 |
| Tabel 15: Zelffinancieringsgraad.....                                                        | 53 |
| Tabel 16: Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT .....           | 54 |
| Tabel 17: Toepassing van het DuPont-model .....                                              | 57 |

# 1 Inleiding

De retailsector speelt een vitale rol in de economie en heeft een directe invloed op het leven van consumenten. Retailers fungeren als een cruciale schakel in de toeleveringsketen, waarbij ze producten van fabrikanten en groothandelaren inkopen en deze vervolgens aan consumenten verkopen (Levy & Dhruv, 2023). Door de jaren heen heeft de retailsector ingrijpende veranderingen ondergaan, gedreven door technologische innovaties en veranderende consumentenvoorkeuren. Van de opkomst van e-commerce tot de recente verschuiving naar omnichannel retailing, retailers moeten zich voortdurend aanpassen om concurrerend te blijven. Deze evolutie heeft niet alleen de manier waarop consumenten winkelen getransformeerd, maar ook de bedrijfsmodellen van retailbedrijven fundamenteel gewijzigd (Beck & Rygl, 2015; Brynjolfsson et al., 2013; Christensen & Tedlow, 2000; Piotrowicz & Cuthbertson, 2014; Verhoef et al., 2015).

Te midden van deze al turbulente periode werd de retailsector in 2020 geconfronteerd met een ongekende uitdaging: de COVID-19-pandemie. De pandemie en de daaropvolgende lockdownmaatregelen hadden een aanzienlijke impact op de economie in het algemeen en de retailsector in het bijzonder (Coppens et al., 2021; Dhyne & Duprez, 2021; Malliet et al., 2020; Piette & Tielens, 2022; Samarin & Zachary, 2022; Tielens et al., 2020). In 2020 kromp het Belgische bbp met 6,3%, de sterkste daling sinds de Tweede Wereldoorlog (Coppens et al., 2021; NBB, 2021). Sommige retailers zagen zich genoodzaakt hun deuren te sluiten, terwijl anderen een ongekende groei ervaarden. Deze crisis versnelde bestaande trends zoals de adoptie van e-commerce en leidde tot nieuwe uitdagingen op het gebied van supply chain management en klantenservice (Beckers et al., 2021; Coppens et al., 2021; Piette & Tielens, 2022).

In deze context van snelle verandering en onzekerheid is het cruciaal om de financiële gezondheid en prestaties van retailbedrijven grondig te analyseren. Financiële analyse biedt een waardevol instrument om de economische realiteit van ondernemingen te doorgronden, trends te identificeren en toekomstige uitdagingen te anticiperen (Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014). Door verschillende financiële ratio's en kasstromen te bestuderen, kan inzicht worden verkregen in de liquiditeit, solvabiliteit en rentabiliteit van bedrijven, en hoe deze aspecten zijn beïnvloed door recente gebeurtenissen zoals de COVID-19-pandemie. Een essentieel aspect van financiële analyse is de vergelijkende analyse, waarbij de positie van een bedrijf wordt beoordeeld ten opzichte van zijn voornaamste concurrenten (Carreras & Coenders, 2020; Ooghe et al., 2017; Palepu et al., 2022).

Hoewel er over het algemeen uitgebreid onderzoek is gedaan naar de impact van de COVID-19-pandemie op de retailsector, is er behoefte aan meer gedetailleerde analyses. Deze masterproef richt zich daarom op een vergelijkende financiële analyse van toonaangevende spelers in de Belgische retailmarkt. Door dieper in te gaan op de financiële prestaties van specifieke retailbedrijven, beoogt deze studie een gedetailleerd beeld te schetsen van hoe verschillende retailers de recente uitdagingen hebben doorstaan.

De hoofdonderzoeksvraag van deze studie luidt:

"Hoe hebben de financiële posities van prominente retailers in België zich ontwikkeld vóór, tijdens en na de COVID-19-crisis?"

Om deze hoofdvraag te beantwoorden, worden de volgende deelvragen onderzocht::

- Hoe hebben de liquiditeit, solvabiliteit en rendabiliteit van de onderzochte bedrijven zich ontwikkeld over de periode 2019-2022?
- Welke verschillen en overeenkomsten zijn er waarneembaar in de financiële prestaties van de onderzochte bedrijven?

Om deze vragen te beantwoorden, wordt een vergelijkende financiële analyse uitgevoerd van vier toonaangevende spelers in de Belgische retailmarkt van consumentenelektronica: Coolblue, Electro Depot, Krëfel en Vanden Borre. Deze bedrijven zijn in onderling overleg met de promotor geselecteerd vanwege hun prominente positie in de markt en hun verschillende strategische benaderingen.

De analyse omvat een grondige bestudering van de jaarrekeningen van deze bedrijven over de periode 2019-2022. Door deze tijdspanne te kiezen, kan niet alleen de directe impact van de COVID-19-crisis in 2020 worden onderzocht, maar ook de situatie vóór de pandemie en de nasleep ervan in kaart worden gebracht.

De masterproef volgt een gestructureerde opbouw. Het werk begint met een grondige bespreking van de relevante literatuur. Daarna volgt een overzicht van de methodologie. Vervolgens worden de resultaten besproken en tot slot volgt de conclusie.

## **2 Literatuurstudie**

### **2.1 Financiële analyse**

Financiële analyse is een proces waarbij de financiële toestand van een onderneming wordt geëvalueerd, met als doel inzicht te verkrijgen in de huidige en toekomstige prestaties en financiële gezondheid (rendabiliteit, liquiditeit, solvabiliteit, operationele efficiëntie) van de onderneming. De kern van financiële analyse ligt in het systematisch onderzoeken van financiële gegevens, voornamelijk afkomstig uit jaarrekeningen en andere gepubliceerde informatie (Drake & Fabozzi, 2012; Mbona & Yusheng, 2019; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014). Door deze gegevens te analyseren, kunnen sterke en zwakke punten in de organisatie worden geïdentificeerd (Mbona & Yusheng, 2019; Subramanyam, 2014).

Een cruciaal aspect van financiële analyse is de vergelijkende analyse, waarbij de positie van een bedrijf wordt geëvalueerd ten opzichte van zijn voornaamste concurrenten. Dit wordt in het algemeen beschouwd als één van de belangrijkste voordelen van financiële analyse (Carreras & Coenders, 2020; Ooghe et al., 2017; Palepu et al., 2022). Daarnaast speelt financiële analyse een cruciale rol bij het verminderen van informatie-asymmetrie in de kapitaalmarkt, wat bijdraagt aan marktefficiëntie en het beoordelen van de intrinsieke waarde van ondernemingen (Wang, 2024).

#### **2.1.1 Analysetechnieken**

Er zijn diverse technieken voor financiële analyse, maar ratioanalyse is een van de meest gebruikte analysetechnieken. Hierbij worden verhoudingen tussen verschillende posten op de balans en resultatenrekening berekend om inzicht te krijgen in financiële prestaties. Deze methode stelt belanghebbenden in staat snel bedrijfsprestaties te meten (Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014). Bovendien zijn financiële ratio's waardevolle voorspellers van faillissement (Altman, 1968; Beaver, 1966; Mbona & Yusheng, 2019). Ratioanalyse heeft een lange geschiedenis. Sinds de tweede helft van de negentiende eeuw wordt het gebruikt om bedrijfsmanagement te beoordelen. Het DuPont-model uit 1918 wordt nog steeds breed toegepast om de relatie tussen management en bedrijfsresultaten te analyseren (Carreras & Coenders, 2020; Horrigan, 1968). Ondanks de introductie van geavanceerde statistische tools blijven financiële ratio's een waardevol instrument voor het meten van prestaties (Mbona & Yusheng, 2019).

Kasstromenanalyse is een andere belangrijke techniek die inzicht geeft in de liquiditeitspositie van een onderneming. Het laat toe na te gaan welke de kasstromen waren uit operaties, investeringen en financiering. Verticale analyse, ook wel structuuranalyse genoemd, onderzoekt de structuur door diverse posten op de balans en/of resultatenrekening procentueel uit te drukken ten opzichte van een referentiepost. Horizontale of tijdsanalyse vergelijkt gegevens van opeenvolgende balansen en resultatenrekeningen om de evolutie in de tijd te bestuderen (Drake & Fabozzi, 2012; Mautz & Angell, 2006; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

#### **2.1.2 Gebruikers**

De gebruikers van financiële analyse zijn divers en omvatten zowel interne als externe belanghebbenden (Olayinka, 2022; Palepu et al., 2022; Subramanyam, 2014; Wang, 2024). Het is

belangrijk op te merken dat er niet zoiets bestaat als 'de financiële analyse in het algemeen'. Verschillende belanghebbenden hebben uiteenlopende doelstellingen bij het uitvoeren van een analyse en hechten daardoor meer of minder waarde aan specifieke aspecten van de financiële analyse. Dit betekent dat de focus en diepgang van de analyse kan variëren afhankelijk van de specifieke behoeften en interesses van de gebruiker (Ooghe et al., 2017; Palepu et al., 2022).

Managers gebruiken financiële analyse voor effectieve besluitvorming en nauwkeurige prestatiebeoordeling (Palepu et al., 2022). Het stelt managers in staat de financiële gezondheid van hun onderneming continu te monitoren, potentiële problemen vroegtijdig te identificeren en indien nodig tijdig bij te sturen (Ooghe et al., 2017). Bovendien passen managers financiële analysetechnieken toe bij het evalueren van strategische beslissingen zoals overnames en fusies, evenals bij het beoordelen van de impact van financieringskeuzes op toekomstige winstgevendheid en risicoprofielen (Subramanyam, 2014).

Aandeelhouders en potentiële investeerders maken veelvuldig gebruik van financiële analyse. Deze groep is primair geïnteresseerd in dividenden en potentiële kapitaalwinsten. Financiële analyse helpt hen inzicht te krijgen in factoren die deze beïnvloeden, zoals winstgevendheid, dividendbeleid, liquiditeit, solvabiliteit en risico's. Op deze manier kunnen ze de financiële sterktes, zwaktes, kansen en bedreigingen van een bedrijf beoordelen om weloverwogen investeringsbeslissingen te nemen (Olayinka, 2022; Ooghe et al., 2017).

De raad van bestuur heeft als primaire verantwoordelijkheid het behartigen van de belangen van de aandeelhouders. In deze hoedanigheid vervult de raad van bestuur een toezichthoudende rol, waarbij zij diverse aspecten van de onderneming nauwlettend in de gaten houdt. Bij het uitoefenen van deze taak maakt de raad van bestuur gebruik van verschillende instrumenten, waaronder financiële analyses. Deze analyses stellen de raad van bestuur in staat om de financiële prestaties en gezondheid van de onderneming te beoordelen, risico's te identificeren en de effectiviteit van het management te evalueren (Subramanyam, 2014).

Werknemers en vakbonden gebruiken financiële analyse voor het beoordelen van de economische leefbaarheid van de onderneming en het onderbouwen van hun standpunten tijdens onderhandelingen over lonen en arbeidsvoorwaarden (Lessambo, 2022; Olayinka, 2022; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

Kredietverstrekkers, zoals banken en obligatiehouders, gebruiken financiële analyse om te beoordelen of een bedrijf in staat zal zijn interesten te betalen en leningen af te lossen. Ze focussen daarom vooral op de liquiditeit en liquiditeitsevolutie van de onderneming (Olayinka, 2022; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

Overheidsinstanties en rechtbanken gebruiken financiële analyse om de economische leefbaarheid van bedrijven te beoordelen, wat belangrijk is voor de creatie van toegevoegde waarde en werkgelegenheid. Ze kunnen hiermee ook potentieel falende ondernemingen opsporen om de rechten van schuldeisers te vrijwaren (Ooghe et al., 2017). Bovendien wordt financiële analyse ook gebruikt om de redelijkheid van de gerapporteerde bedragen in de belastingaangifte te verifiëren (Lessambo, 2022; Olayinka, 2022; Subramanyam, 2014).

Accountants, auditors en analisten gebruiken financiële analyse om de prestaties van een onderneming te beoordelen en om toekomstige risico's en kansen in te schatten. Ze interpreteren de financiële gegevens om waardevolle adviezen te geven aan hun cliënten, die investeerders, schuldeisers en andere belanghebbenden kunnen zijn (Lessambo, 2022; Olayinka, 2022; Palepu et al., 2022).

### **2.1.3 Accounting analyse**

Hoewel financiële analyse een krachtig instrument is, kent het ook beperkingen. De kwaliteit van financiële analyse wordt sterk beïnvloed door de kwaliteit en betrouwbaarheid van de onderliggende financiële gegevens. Aangezien het management verantwoordelijk is voor het toepassen van boekhoudkundige principes en daar enige flexibiliteit in heeft, bestaat het risico dat het management de onderliggende financiële cijfers in hun voordeel verdraait (Healy & Wahlen, 1999; Palepu et al., 2022; Subramanyam, 2014).

Dit risico wordt verder verduidelijkt door de agencytheorie. Deze theorie erkent dat de belangen van het management niet altijd overeenkomen met die van de aandeelhouders of andere stakeholders. Vaak is er sprake van informatie-asymmetrie tussen deze partijen, waarbij het management over meer gedetailleerde kennis van de bedrijfsvoering beschikt. Uitgaande van de veronderstelling dat alle partijen rationeel en economisch handelen om hun eigen nut te maximaliseren, kunnen managers geneigd zijn hun eigen belangen voorop te stellen, mogelijk ten koste van aandeelhouders of andere belanghebbenden (Branson et al., 2022; Jensen & Meckling, 1976).

Dit belangenconflict kan leiden tot wat bekend staat als 'earnings management'. Healy & Wahlen (1999) beschrijven earnings management als volgt:

"Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers."

Earnings management kan op verschillende manieren worden toegepast. Managers kunnen ervoor kiezen om de inkomsten in de huidige periode te verhogen, een 'big bath' te nemen door de inkomsten in de huidige periode aanzienlijk te verlagen, of de volatiliteit van inkomsten te verminderen door middel van 'income smoothing' (Palepu et al., 2022; Subramanyam, 2014).

De motivaties voor earnings management zijn divers. Contractuele prikkels, zoals prestatiegebonden beloningen of het voldoen aan leningsvoorwaarden, kunnen een rol spelen. Daarnaast kan de wens om de aandelenkoers te beïnvloeden, bijvoorbeeld voorafgaand aan een fusie of aandelenuitgifte, een motivatie zijn. Fiscale en concurrentieoverwegingen, evenals de wens om stakeholders zoals vakbonden, leveranciers en klanten te beïnvloeden, dragen ook bij aan de toepassing van earnings management (Healy & Wahlen, 1999; Palepu et al., 2022; Subramanyam, 2014).

Gezien de potentiële impact van earnings management op de kwaliteit van financiële gegevens, is het essentieel dat er voorafgaand aan de financiële analyse een grondige accounting analyse



plaatsvindt. Een cruciaal onderdeel hiervan is het identificeren en beoordelen van de belangrijkste boekhoudkundige waarderingsregels. Hierbij wordt gekeken of deze regels redelijk of agressief zijn, of ze consistent zijn over tijd en met de normen in de sector. Ook worden potentiële rode vlaggen geïdentificeerd. Na deze analyse volgt de stap om eventuele boekhoudkundige vertekeningen ongedaan te maken (Palepu et al., 2022; Subramanyam, 2014).

Naast accounting analyse worden er ook andere maatregelen genomen om earnings management tegen te gaan en de betrouwbaarheid van financiële rapportage te waarborgen. Deze omvatten onder meer het toezicht op het management door de raad van bestuur en de implementatie van interne controlesystemen. Een ander belangrijk mechanisme is de externe audit. Externe auditors hebben de taak om de jaarrekening van ondernemingen te controleren en een onafhankelijk oordeel te geven over de getrouwheid ervan. Hierbij onderzoeken zij of de gerapporteerde cijfers een getrouw beeld geven van de werkelijke financiële prestaties en positie van de onderneming. Tijdens dit proces zal de auditor ook nagaan of de cijfers anders worden voorgesteld dan ze daadwerkelijk zijn (i.e. earnings management) (Branson et al., 2022; Subramanyam, 2014).

Al deze stappen dragen bij aan het verbeteren van de kwaliteit en betrouwbaarheid van financiële gegevens. Dit zorgt ervoor dat de daaropvolgende financiële analyse gebaseerd is op gegevens die de economische realiteit van het bedrijf accurater weerspiegelen, wat de waarde en betrouwbaarheid van de verkregen inzichten voor alle belanghebbenden verhoogt.

## **2.2 Het retaillandschap**

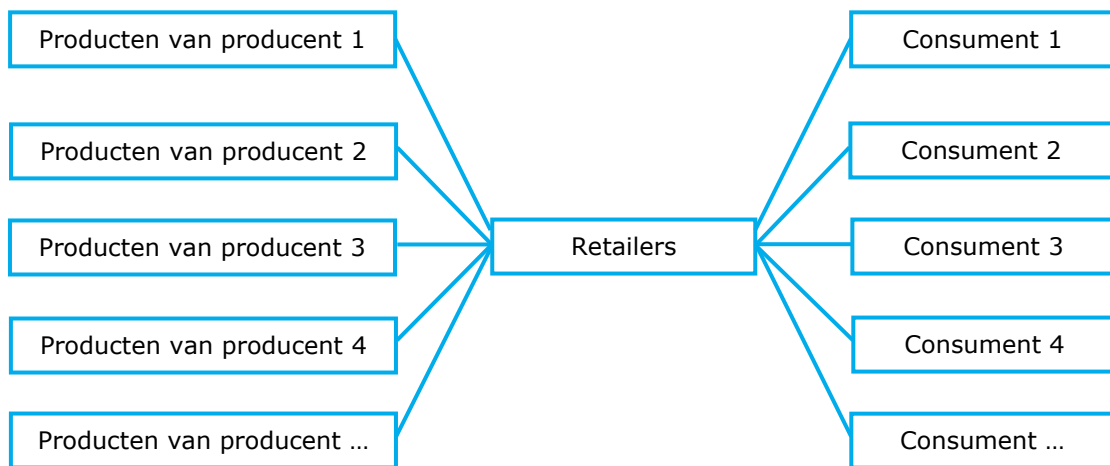
### **2.2.1 Wat is retailing?**

Retailing speelt een cruciale rol in het dagelijks leven, vaak zonder dat men er bewust bij stilstaat. Het omvat alle activiteiten die direct verband houden met de verkoop van goederen en diensten aan de eindconsument voor persoonlijk, niet-zakelijk gebruik (Lamb et al., 2021; Levy & Dhruv, 2023). Retailers vormen een essentiële schakel in de toeleveringsketen, waarbij ze producten van fabrikanten en groothandelaren inkopen om deze vervolgens aan consumenten door te verkopen (Levy & Dhruv, 2023).

De toegevoegde waarde van retailers kan niet worden onderschat. Hoewel het op het eerste gezicht efficiënter lijkt om tussenpersonen uit te schakelen, blijken retailers juist een onmisbare functie te vervullen in het toevoegen van waarde op manieren die fabrikanten of groothandelaren minder efficiënt kunnen realiseren (Levy & Dhruv, 2023).

Deze waarde-toevoegende activiteiten omvatten:

- Het aanbieden van een breed assortiment: retailers brengen producten van verschillende fabrikanten samen op één locatie. Als elke fabrikant een eigen winkel zou hebben die alleen zijn eigen producten verkoopt, zouden consumenten veel verschillende winkels moeten bezoeken om alle benodigde aankopen te doen. Retailers stellen consumenten echter in staat om uit een breed assortiment te kiezen, wat het aankoopproces aanzienlijk vereenvoudigt (Levy & Dhruv, 2023). Bovendien ontlasten retailers de producenten van de verkooptaak, waardoor deze zich kunnen concentreren op hun kernactiviteiten, zoals productie en productontwikkeling (Lamb et al., 2021).



*Figuur 1: Retailers als schakel tussen producenten en consumenten*

- Het verlenen van diensten: retailers vergemakkelijken het aankoop- en gebruiksproces voor klanten door diensten aan te bieden zoals kredietverstrekking, productdemonstraties en klantenservice (Levy & Dhruv, 2023).
- Het breken van bulkverpakkingen: retailers stemmen de verkoop af op de consumptiepatronen van individuele consumenten en huishoudens door producten in kleinere hoeveelheden aan te bieden. Bovendien stelt dit fabrikanten in staat om efficiënt en in grotere hoeveelheden te produceren en te verzenden (Levy & Dhruv, 2023).
- Het aanhouden van voorraad: retailers houden voorraden aan zodat producten beschikbaar zijn wanneer consumenten ze nodig hebben. Dit stelt consumenten in staat om zelf minder voorraad thuis te houden (Levy & Dhruv, 2023).

### 2.2.2 Competitieve strategieën

Competitieve strategieën zijn essentieel voor het succes van bedrijven, omdat ze een directe invloed hebben op de bedrijfsresultaten (Ortega, 2010). De winstgevendheid van een bedrijf hangt immers niet enkel af van de industrie waarin het opereert, maar ook van de strategische keuzes die het bedrijf maakt (Palepu et al., 2022). De kern van deze strategieën draait om het maximaliseren van de economische waardecreatie, die wordt gedefinieerd als het verschil tussen de door de klant gepercipieerde waarde ( $V$ ) – gemeten aan de hand van hoeveel consumenten bereid zijn te betalen voor een product of dienst – en de kosten die het bedrijf maakt ( $C$ ). Hoe groter deze economische waardecreatie ( $V-C$ ), hoe groter het potentieel competitief voordeel (Rothaermel, 2021).

Porter identificeerde twee generieke strategieën die bedrijven kunnen volgen om een competitief voordeel te behalen: kostenleiderschap en differentiatie (Helms et al., 1992; Morschett et al., 2006; Ortega, 2010; Palepu et al., 2022; Porter, 1980; Rothaermel, 2021; Salavou, 2015). Beide strategieën streven ernaar de kloof tussen  $V$  en  $C$  te vergroten, maar doen dit op verschillende manieren (Rothaermel, 2021).

### **2.2.2.1 Kostenleiderschap**

Kostenleiderschap richt zich op het verlagen van de kosten (C) ten opzichte van concurrenten, terwijl een acceptabel waardeniveau (V) wordt gehandhaafd. Het doel van deze strategie is dus om de kosten te verlagen en tegelijkertijd een voldoende waardevol product of dienst aan te bieden (Morschett et al., 2006; Palepu et al., 2022; Rothaermel, 2021).

Deze strategie kan worden gerealiseerd door middel van, onder andere, schaalvoordelen, efficiënte productie, eenvoudigere productontwerpen, lagere inputkosten, synergievoordelen, leereffecten, efficiënte organisatorische processen (Morschett et al., 2006; Palepu et al., 2022; Porter, 1980; Rothaermel, 2021). Bedrijven die streven naar kostenleiderschap nastreven richten zich dan ook op kostenbeheersing en efficiëntie in de hele waardeketen (Palepu et al., 2022; Porter, 1980).

Kostenleiders hebben twee prijsstrategieën tot hun beschikking. Ze kunnen vergelijkbare prijzen hanteren als concurrenten en profiteren van een hogere winstmarge per eenheid, of ze kunnen lagere prijzen vragen om marktaandeel te winnen en hogere winsten te behalen door grotere volumes. Vaak wordt er gekozen om een lagere prijs aan te rekenen vanwege schaalvoordelen die dan gemaximaliseerd kunnen worden (Helms et al., 1992; Morschett et al., 2006; Rothaermel, 2021).

In de retailsector ligt de bron van kostenvoordeel vooral in de kosten van verkochte goederen en operationele uitgaven. Grote retailers bereiken vaak gemakkelijker kostenleiderschap vanwege schaalvoordelen en hun onderhandelingskracht over leveranciers (Morschett et al., 2006).

### **2.2.2.2 Differentiatie**

In tegenstelling tot kostenleiderschap streeft de differentiatiestrategie ernaar de waardeperceptie bij klanten (V) te verhogen (Morschett et al., 2006; Palepu et al., 2022; Rothaermel, 2021). Hoewel dit vaak gepaard gaat met hogere kosten (C), blijft het economisch voordeel behouden zolang de toename in waardeperceptie groter is dan de kostenstijging ( $\Delta V > \Delta C$ ) (Rothaermel, 2021). Het doel van de differentiatiestrategie is om producten of diensten aan te bieden die klanten als uniek en superieur beschouwen, waardoor ze bereid zijn een hogere prijs (prijspremium) te betalen (Helms et al., 1992; Morschett et al., 2006; Rothaermel, 2021; Salavou, 2015). Dit kan leiden tot prijsinelastische vraag en hogere winstmarges (Salavou, 2015).

Differentiatie kan worden bereikt door, onder andere, unieke productkenmerken, superieure productkwaliteit, productvariëteit, betere service, het aanbieden van complementen, snellere levering of betere reputatie (Palepu et al., 2022; Rothaermel, 2021). Bedrijven die deze strategie volgen, investeren vaak in waardesignalen, onderzoek en ontwikkeling (innovatie), marketing en branding om een onderscheidend imago te creëren (Morschett et al., 2006; Palepu et al., 2022).

In de retailsector kan differentiatie op verschillende manieren worden bereikt, zoals het aanbieden van unieke producten, superieure service, een onderscheidende winkelervaring. Andere opties zijn het focussen op specifieke klantsegmenten, het ontwikkelen van een sterke merknaam en imago, het bieden van een breed en diep assortiment, en het opbouwen van duurzame klantrelaties (Morschett et al., 2006).

Tabel 1: Vergelijking tussen kostenleiderschap en differentiatie (Palepu et al., 2022)

| Kostenleiderschap                                                | Differentiatie                                                                                                     |
|------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Hetzelfde product of dezelfde dienst leveren tegen lagere kosten | Uniek product of dienst leveren tegen kosten die lager zijn dan de prijspremium die klanten bereid zijn te betalen |
| Schaal- en synergievoordelen                                     | Superieure productkwaliteit                                                                                        |
| Efficiënte productontwerpen                                      | Superieure productvariëteit                                                                                        |
| Eenvoudige productontwerpen                                      | Flexibelere leveringsopties                                                                                        |
| Lagere inputkosten                                               | Investerings in merkimago                                                                                          |
| Goedkope distributie                                             | Investerings in onderzoek & ontwikkeling                                                                           |
| Weinig investeringen in merkimago                                | Controlesysteem gericht op creativiteit en innovatie                                                               |
| Weinig investeringen in onderzoek & ontwikkeling                 |                                                                                                                    |
| Strak controlesysteem                                            |                                                                                                                    |

### 2.2.2.3 'Stuck in the middle'

Aanvankelijk werden kostenleiderschap en differentiatie als wederzijds exclusieve strategieën beschouwd. Bedrijven die beide strategieën tegelijk probeerden te volgen, werden gezien als bedrijven die het risico liepen 'stuck in the middle' te raken (Morschett et al., 2006; Palepu et al., 2022; Porter, 1980; Rothaermel, 2021; Salavou, 2015). Deze bedrijven werden beschouwd als ondernemingen die er niet in zouden slagen om prijsbewuste klanten aan te trekken vanwege te hoge kosten, noch om klanten te werven die bereid zouden zijn een prijspremium te betalen vanwege onvoldoende differentiatie (Palepu et al., 2022; Porter, 1980).

Echter, recente ontwikkelingen suggereren dat het in sommige gevallen mogelijk kan zijn om zowel differentiatie als kostenleiderschap na te streven. Kim en Mauborgne introduceerden het concept van de 'blue ocean strategy', waarbij bedrijven de afweging tussen waarde en kosten proberen te overbruggen door middel van waarde-innovatie. Deze strategie streeft ernaar om zowel de waardeperceptie bij klanten (V) te verhogen als de kosten (C) te verlagen, waardoor de kloof tussen waarde en kosten (V-C kloof) significant wordt vergroot (Rothaermel, 2021). Daarnaast heeft onderzoek aangetoond dat retailers die kostenleiderschap en differentiatie succesvol combineren, vaak hogere winsten en grotere marktaandeelen behalen (Helms et al., 1992).

In de praktijk blijft het combineren van deze strategieën echter uitdagend vanwege de inherente wisselwerking. Hogere waardeperceptie gaat vaak gepaard met hogere kosten, wat de V-C kloof kan verkleinen (Rothaermel, 2021). Bedrijven die er niet in slagen om deze strategieën effectief te combineren, lopen het risico 'stuck in the middle' te raken, wat leidt tot inferieure prestaties en een concurrentienadeel (Morschett et al., 2006; Porter, 1980; Rothaermel, 2021; Salavou, 2015).

Ongeacht de gekozen strategie moeten bedrijven altijd aandacht besteden aan zowel waarde als kosten. Kostenleiders moeten een minimaal niveau van kwaliteit en service handhaven om klanten

te behouden, terwijl bedrijven die differentiatie nastreven hun kosten onder controle moeten houden om differentiatie te bereiken tegen aanvaardbare kosten om winstgevend te blijven (Palepu et al., 2022; Porter, 1980; Rothaermel, 2021).

## **2.2.3 Het retaillandschap: de evolutie in een notendop**

### **2.2.3.1 Van traditionele winkels tot e-commerce**

Traditioneel werd het retaillandschap gedomineerd door fysieke winkels waar klanten producten konden bekijken, uitproberen en kopen (Brynjolfsson et al., 2013; Christensen & Tedlow, 2000). Lokale handelaars boden waarde aan klanten door het aanhouden van grote voorraden, het verlenen van krediet en het geven van persoonlijk advies. Dit service-intensieve businessmodel met hoge voorraden ging gepaard met hoge kosten en een langzame voorraadrotatie. Hierdoor moesten retailers hoge marges hanteren om winstgevend te blijven, wat natuurlijk leidde tot hogere prijzen voor consumenten (Christensen & Tedlow, 2000).

De eerste grote disruptie in de retailsector kwam met de opkomst van warenhuizen aan het einde van de 19e en begin 20e eeuw. Deze warenhuizen bundelden een breed assortiment producten onder één dak, wat het winkelen voor klanten aanzienlijk vereenvoudigde en efficiënter maakte. Ondanks de minder persoonlijke klantenservice in vergelijking met traditionele winkels, konden warenhuizen dankzij dit model hogere verkoopvolumes realiseren. Hierdoor profiteerden ze van schaalvoordelen, waardoor ze concurrerende prijzen konden hanteren en zo meer klanten konden aantrekken. Door de snellere voorraadrotatie konden warenhuizen dezelfde rendementen behalen met lagere marges dan traditionele winkels (Christensen & Tedlow, 2000).

Na de warenhuizen kwamen de postorderbedrijven als een andere disruptieve innovatie. Deze waren voornamelijk gericht op klanten in landelijke gebieden die beperkte toegang hadden tot stedelijke centra. Postorderbedrijven boden een breed assortiment producten tegen concurrerende prijzen, waardoor goederen voor meer mensen bereikbaar werden en het retaillandschap opnieuw veranderingen onderging (Christensen & Tedlow, 2000).

In de jaren '60 zorgde de toenemende mobiliteit van consumenten voor een nieuwe golf van disruptie: de opkomst van winkelcentra en discountwinkels. Hoewel winkelcentra een serieuze bedreiging vormden voor traditionele warenhuizen, veranderden ze het onderliggende bedrijfsmodel niet fundamenteel. Ze waren geen disruptieve maar een 'sustaining' innovatie, omdat winkelcentra in essentie hetzelfde deden als warenhuizen, alleen beter. In tegenstelling tot winkelcentra vormden discountwinkels wel een disruptieve innovatie: ze introduceerden een 'low-cost, high-turnover' benadering die de traditionele prijzen van warenhuizen aanzienlijk ondermijnde. Met de opkomst van discountwinkels pasten warenhuizen hun strategie aan, waarbij ze hun aandacht verlegden naar complexere en winstgevendere producten. (Christensen & Tedlow, 2000).

Met de introductie van het internet in de jaren '90 ontstond een nieuwe disruptie in de retailsector. Dit leidde tot de ontwikkeling van e-commerce en de opkomst van online retailers. Het internet maakte de fysieke locatie minder belangrijk en zorgde voor een snelle voorraadrotatie, waardoor online retailers met lagere marges konden opereren en toch aanzienlijke rendementen konden behalen (Christensen & Tedlow, 2000).

De overgang van fysieke winkels naar online retail was niet naadloos. Het internet was aanvankelijk gunstig voor de verkoop van eenvoudige en gestandaardiseerde producten zoals boeken en elektronica. Naarmate de technologie echter vorderde, begonnen online retailers meer complexe en hoogwaardigere producten en diensten aan te bieden (Christensen & Tedlow, 2000).

Online retail heeft het koopgedrag van consumenten sterk beïnvloed. Klanten begonnen producten in winkels te bekijken om ze vervolgens online elders te kopen, een fenomeen bekend als 'showrooming'. Dit intensiverde de concurrentie in de sector nog meer en dwong veel retailers om online kanalen toe te voegen aan hun aanbod, wat resulteerde in een multichannel aanpak (Balakrishnan et al., 2014; Bernstein et al., 2008; Gallino & Moreno, 2014; Mehra et al., 2018; Pentina et al., 2009; Rapp et al., 2015; von Briel, 2018; Zhang et al., 2010).

#### **2.2.3.2 Multichannel Retailing**

Multichannel retailing wordt gedefinieerd als een situatie waarbij de retailer klanten in staat stelt om via verschillende types verkoopkanalen te kopen, zoals fysieke winkels, catalogi, webshops, sociale media, enz. In dit model opereren de verschillende kanalen echter onafhankelijk van elkaar en worden ze vaak apart beheerd. Hierdoor is de integratie tussen de kanalen geheel afwezig of heel beperkt (Beck & Rygl, 2015).

In de retailsector is er dus eerst een overgang geweest van single channel naar multichannel retailing. Verder is het ook belangrijk om het onderscheid te zien tussen multichannel marketing en multichannel retailing. Multichannel marketing omvat het gebruik van verschillende kanalen om diverse marktsegmenten te bereiken. Dit betekent dat er met klanten wordt gecommuniceerd en promotie wordt gevoerd via twee of meer kanalen, terwijl de verkoop mogelijk slechts via één verkoopkanaal plaatsvindt. Aan de andere kant houdt multichannel retailing in dat er direct aan consumenten wordt verkocht via meerdere verkoopkanalen (Zhang et al., 2010).

#### **2.2.3.3 Crosschannel Retailing**

In de literatuur wordt er ook gesproken over crosschannel retailing. De beperkingen van multichannel retailing hebben geleid tot de ontwikkeling van crosschannel retailing, dat streefde naar een meer samenhangende winkelervaring door een gedeeltelijke integratie tussen kanalen. Crosschannel retailing stelde klanten bijvoorbeeld in staat om online aankopen in fysieke winkels te retourneren, wat zorgde voor een grotere interactie tussen de verschillende kanalen. Deze benadering verbeterde de algehele klantervaring door meer flexibiliteit en gemak te bieden (Beck & Rygl, 2015).

#### **2.2.3.4 Omnichannel retailing**

Hoewel multichannel en crosschannel retailing een grote stap voorwaarts waren, opereerden de verschillende kanalen vaak nog te zeer als afzonderlijke silo's (Gallino & Moreno, 2014; Piotrowicz & Cuthbertson, 2014; Rigby, 2011). De transitie naar omnichannel retailing werd dan ook gezien als een logische evolutie en de volgende stap. Rigby introduceerde in 2011 de term "omnichannel", afkomstig van het Latijnse 'omni', wat 'alles' betekent. Zoals ook af te leiden valt uit deze betekenis, streeft omnichannel retailing naar een volledige integratie van alle kanalen om een consistente en gepersonaliseerde ervaring te bieden over alle kanalen heen (Beck & Rygl, 2015;

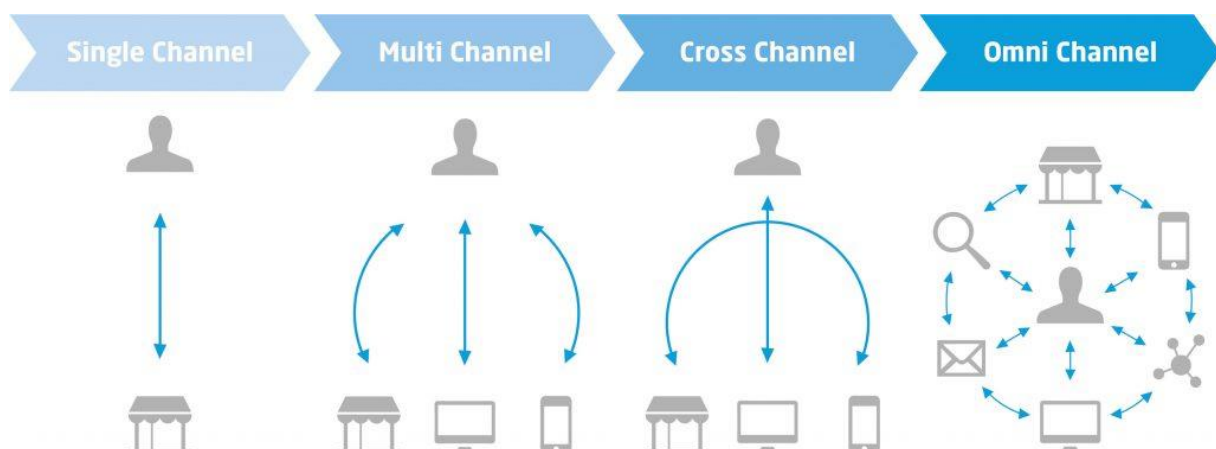
Brynjolfsson et al., 2013; Melero et al., 2016; Piotrowicz & Cuthbertson, 2014; Verhoef et al., 2015; von Briel, 2018).

Dit betekent dat klanten naadloos kunnen wisselen tussen verschillende kanalen, zonder verschillen in aanbod, voorraadgegevens of prijzen op te merken (Beck & Rygl, 2015). Dit vereist dat retailers hun kanalen niet langer benaderen als op zichzelf staande kanalen, maar als onderdeel van een geïntegreerd geheel (Melero et al., 2016; Piotrowicz & Cuthbertson, 2014; Verhoef et al., 2015).

Onderzoek suggereert dat een succesvolle implementatie van omnichannel retailing verschillende voordelen kan opleveren (von Briel, 2018):

- Verhoogde verkoop over alle kanalen heen (Cao & Li, 2015; Gallino & Moreno, 2014).
- Verbeterde operationele efficiëntie (Oh et al., 2012).
- Verbeterde klantenervaringen (Herhausen et al., 2015).
- Concurrentievoordeel (Herhausen et al., 2015).
- Verhoogde klantloyaliteit- en vertrouwen (Cao & Li, 2015; van Baal, 2014).
- Hogere klantwaarde (Krueger, 2015).

Echter, de integratie van verschillende kanalen verhoogt ook de operationele complexiteit (Gallino & Moreno, 2014). Een van de grootste uitdagingen is de integratie en het management van verschillende kanalen en klantencontactpunten (Verhoef et al., 2015). Retailers moeten investeren in technologieën en systemen die een naadloze ervaring mogelijk maken, zoals geïntegreerde voorraadsystemen, uniforme prijsstrategieën en gecoördineerde marketingcampagnes over alle kanalen heen. Traditionele silo's tussen verschillende afdelingen en kanalen moeten worden doorbroken om een geïntegreerd aanpak mogelijk te maken. Dit kan betekenen dat bedrijven hun organisatiestructuur moeten herzien en nieuwe vaardigheden moeten ontwikkelen (Piotrowicz & Cuthbertson, 2014). Veel retailers worstelen dan ook met hun transitie naar omnichannel retailing (Melero et al., 2016; von Briel, 2018).



Figuur 2: Van single channel retailing naar omnichannel retailing (Diemar, 2023)

### **2.2.3.5 De rol van technologie**

Technologische ontwikkelingen hebben een sleutelrol gespeeld in de transformatie van de retailsector. Ze hebben retailers nieuwe manieren geboden om consumenten te bereiken en te begrijpen. Deze ontwikkelingen hebben tevens mogelijkheden gecreëerd voor interactie met klanten, het stimuleren van merkbetrokkenheid en het verzamelen van waardevolle inzichten (Brynjolfsson et al., 2013; Piotrowicz & Cuthbertson, 2014; von Briel, 2018).

Bovendien is het zo dat retailers steeds meer experimenteren met geavanceerde technologieën zoals virtual reality, winkels zonder kassapersoneel, mobiele apps en Internet of Things-toepassingen. Deze technologieën bieden mogelijkheden om de klantervaring te verbeteren, operationele efficiëntie te verhogen en nieuwe vormen van klantinteractie te creëren. Echter, de snelle technologische ontwikkelingen stellen retailers ook voor uitdagingen. Ze moeten beslissen in welke nieuwe technologieën ze zullen investeren en hoe ze deze effectief kunnen implementeren en beheren. Bovendien moeten retailers een balans vinden tussen innovatie en het behoud van de menselijke touch in de klantervaring (von Briel, 2018).

### **2.2.3.6 Veranderende rol van fysieke winkels**

Het is belangrijk op te merken dat fysieke winkels nog steeds een belangrijke, maar veranderende rol spelen. Fysieke winkels worden meer en meer gezien als 'experience centers' waar klanten producten kunnen ervaren, advies kunnen krijgen en merken kunnen beleven. Tegelijkertijd worden fysieke winkels geïntegreerd in de online klantreis, bijvoorbeeld als afhaalpunten voor online bestellingen (click-and-collect) of als verzendpunten voor online retourzendingen. Deze integratie vereist vaak investeringen in nieuwe winkeltechnologieën, zoals interactieve schermen, digitale kiosken of tablets voor winkelpersoneel (Piotrowicz & Cuthbertson, 2014; Savastano et al., 2019).

### **2.2.3.7 Conclusie**

Het volgende citaat van Brynjolfsson et al. (2013) biedt een treffende conclusie van de evolutie in het retaillandschap:

“In the past, brick-and-mortar retail stores were unique in allowing consumers to touch and feel merchandise and provide instant gratification; Internet retailers, meanwhile, tried to woo shoppers with wide product selection, low prices and content such as product reviews and ratings. As the retailing industry evolves toward a seamless “omni-channel retailing” experience, the distinctions between physical and online will vanish, turning the world into a showroom without walls”.

Ten slotte is het ook belangrijk om op te merken is dat de impact van deze evolutie minder disruptief is geweest in de detailhandel van voedingsmiddelen (Verhoef et al., 2015).

Het retaillandschap werd in 2020 abrupt verstoord door een ongekende gebeurtenis: de COVID-19-pandemie. Deze crisis had verstrekkende gevolgen voor de hele economie, inclusief de retailsector. Om de impact hiervan beter te begrijpen, wordt in het volgende deel dieper ingegaan op de COVID-19-crisis.



## **2.3 COVID-19-crisis**

Begin 2020 verspreidde een tot dan toe onbekend virus zich vanuit China over de hele wereld. Het virus, dat de ziekte COVID-19 veroorzaakte, bleek zeer besmettelijk te zijn en leidde tot een internationale gezondheidscrisis. De ernst van de situatie werd benadrukt toen de Wereldgezondheidsorganisatie op 11 maart 2020 officieel verklaarde dat er sprake was van een pandemie (Coppens et al., 2021; Malliet et al., 2020). Om de verspreiding van het virus te beperken en de druk op de gezondheidszorg onder controle te houden, implementeerden de meeste landen naast zachte preventieve maatregelen zoals handen wassen en sociale distantiëring, ook zeer restrictieve lockdownmaatregelen (Brinca et al., 2020; Coppens et al., 2021; Malliet et al., 2020; Piette & Tielens, 2022; Samarin & Zachary, 2022).

De COVID-19-pandemie heeft geleid tot zowel een aanbod- als vraagschok in de wereldeconomie. Een aanbodschock treedt op wanneer de capaciteit van een economie om goederen en diensten te produceren tegen bepaalde prijzen afneemt, terwijl een vraagschok de bereidheid of het vermogen van consumenten om producten en diensten aan te schaffen beïnvloedt (Brinca et al., 2020).

Tijdens de pandemie manifesteerde de aanbodschock zich voornamelijk door de implementatie van lockdownmaatregelen. Deze maatregelen beperkten de mogelijkheden van bedrijven en werknemers om hun activiteiten uit te oefenen, vooral in sectoren die afhankelijk zijn van persoonlijk contact. Tegelijkertijd ontstond er een vraagschok doordat consumenten hun uitgavenpatroon aanpasten uit voorzorg of angst voor besmetting. Dit was vooral merkbaar in de dienstensector, bijvoorbeeld mensen die restaurantbezoeken vermeden. Bovendien verminderden de pas ontslagen werknemers hun algemene consumptie, omdat hun koopkracht had afgenomen. Dit leidde tot een afname in de vraag naar een breed scala aan producten en diensten, wat resulteerde in een bijkomende vraagschok. Deze combinatie van factoren onderstreept de complexe en veelzijdige aard van de economische uitdagingen die de pandemie met zich meebracht (Brinca et al., 2020).

In tegenstelling tot veel andere recessies werd deze crisis niet veroorzaakt door een endogene onevenwichtigheid in de economie, maar door een exogene schok (Coppens et al., 2021). Een exogene schok is een onvoorspelbare en onverwachte gebeurtenis die niet wordt veroorzaakt door een bepaalde markt, gemeenschap of land, maar wel een significante negatieve impact heeft op die markt, gemeenschap of land. De COVID-19-pandemie wordt beschouwd als een dergelijke exogene schok die de economie zwaar heeft getroffen (Miklian & Hoelscher, 2022).

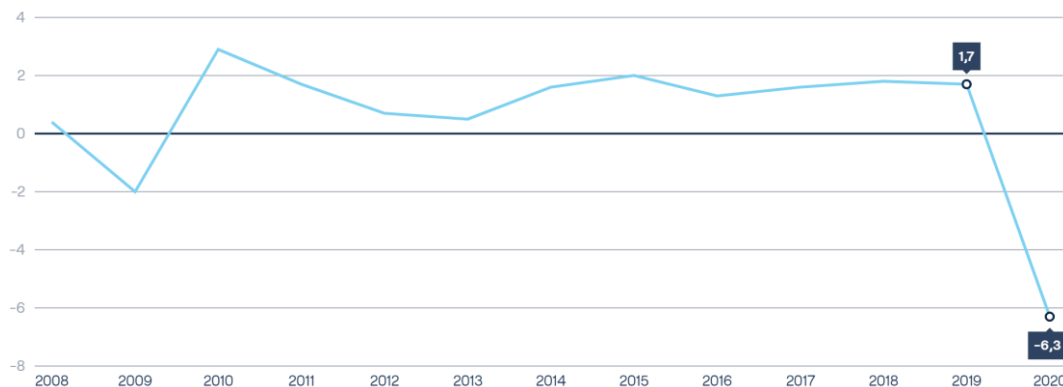
### **2.3.1 COVID-19-crisis in België**

#### **2.3.1.1 De sterkste daling van het bbp sinds WOII**

De Belgische overheid kondigde midden maart 2020 strikte lockdownmaatregelen af, waaronder de sluiting van niet-essentiële winkels, horeca en contactberoepen, een verbod op evenementen en een verplichting tot thuiswerk waar mogelijk (Dhyne & Duprez, 2021; Piette & Tielens, 2022; Samarin & Zachary, 2022; Tielens et al., 2020). De COVID-19-pandemie en de bijbehorende lockdownmaatregelen hebben de Belgische economie hard getroffen. In 2020 daalde het Belgische bbp naar volume met 6,3%, de sterkste daling sinds de Tweede Wereldoorlog en meer dan drie keer zo sterk als tijdens de financiële crisis van 2008-2009 (-2,0%). Dit contrast is ook duidelijk te

zien wanneer het vergeleken wordt met de stijging van het bbp van 1,7% in 2019 (Coppens et al., 2021; NBB, 2021).

De COVID-19-pandemie had de zwaarste economische gevolgen in het tweede kwartaal van 2020. In deze periode daalde het bbp met 11,9 % in vergelijking met het voorgaande kwartaal. Het derde kwartaal liet echter een opmerkelijk herstel zien. Dankzij de verbeterde gezondheidssituatie en het versoepelen van veel beperkende maatregelen, herstelde het bbp zich sterk in het derde kwartaal met een stijging van 11,8% (Coppens et al., 2021).



*Figuur 3: Impact van het COVID-19-crisis op het Belgische bbp (Baert, 2021)*

### **2.3.1.2 Vergelijking met de financiële crisis**

Hoewel de COVID-19-crisis en de financiële crisis van 2008-2009 beide een zware impact hadden op de economie, verschillen ze aanzienlijk in aard en gevolgen. De financiële crisis werd veroorzaakt door ernstige economische en financiële onevenwichtigheden, met de val van Lehman Brothers als symbolisch moment (Dhyne & Duprez, 2021). De COVID-19 crisis daarentegen was het gevolg van overheidsmaatregelen om de verspreiding van het virus te beperken (Dhyne & Duprez, 2021; Samarin & Zachary, 2022).

Een ander opmerkelijk verschil is de rol van de banken in beide crises. Tijdens de financiële crisis speelden fragiele bankbalansen een belangrijke rol als katalysator van de crisis, terwijl tijdens de COVID-19-crisis banken een belangrijke ondersteunende rol speelden. Ze boden cruciale ondersteuning door te voorzien in de acute liquiditeitsbehoefte van ondernemingen, vooral in de beginfase van de pandemie (Samarin & Zachary, 2022; Tielens et al., 2020).

Tijdens de financiële crisis registreerde 50% van de bedrijven een omzetsdaling, vergeleken met 55% tijdens de COVID-19-crisis, een verschil van 5 procentpunten. Bovendien had de COVID-19-crisis een grotere negatieve impact op een groter percentage bedrijven in vergelijking met de financiële crisis (Dhyne & Duprez, 2021).

De COVID-19-crisis en de financiële crisis van 2008-2009 hadden een verschillende impact op economische sectoren. Waar de financiële crisis voornamelijk de industriële sector trof, had de COVID-19-pandemie een unieke invloed op de dienstensector. Dit verschil is te verklaren door de aard van de gezondheidscrisis en de beperkende maatregelen. De beperkende maatregelen om de verspreiding van het virus tegen te gaan, troffen vooral sectoren waar persoonlijk contact een grote rol speelt. Hierdoor ondervonden dienstverlenende bedrijven juist de zwaarste gevolgen (Dhyne & Duprez, 2021).

### **2.3.1.3 Heterogene impact**

De impact van de COVID-19-pandemie op de Belgische economie is in recente studies geanalyseerd aan de hand van omzetgegevens uit btw-aangiftes. Deze analyses tonen een sterk heterogene impact, zowel tussen verschillende sectoren als tussen bedrijven binnen dezelfde sector (Coppens et al., 2021; Dhyne & Duprez, 2021; Piette & Tielens, 2022; Samarin & Zachary, 2022; Tielens et al., 2020).

#### **Heterogene impact op sectoren**

De COVID-19-pandemie had een ongelijke impact op verschillende sectoren, waarbij de ernst van de gevolgen varieerde afhankelijk van de aard van de sector en de duur van de opgelegde beperkingen (Coppens et al., 2021; Dhyne & Duprez, 2021; Piette & Tielens, 2022; Samarin & Zachary, 2022; Tielens et al., 2020).

Tijdens de eerste lockdown in het tweede kwartaal van 2020 vertoonden de meeste sectoren een aanzienlijke omzetsdaling, maar de ernst van deze daling varieerde sterk. Sectoren met direct consumentencontact, zoals horeca, kunst, recreatie en persoonlijke dienstverlening, werden het zwaarst getroffen (Samarin & Zachary, 2022).

Hoewel er periodes van gedeeltelijk herstel waren, zorgden opeenvolgende golven van de pandemie voor herhaalde economische schokken in de zwaarst getroffen sectoren. Deze bereikten pas in de zomer van 2021 weer hun pre-crisis omzetniveaus (Piette & Tielens, 2022).

De mate van impact hing nauw samen met de duur van de opgelegde beperkingen. Dhyne & Duprez (2021) kwantificeerden de impact: elke dag van activiteitsbeperking leidde gemiddeld tot een omzetsdaling van 0,26% in de getroffen sectoren. Dit komt dus overeen met een gemiddelde omzetsdaling van 26% in 100 dagen (Dhyne & Duprez, 2021).

#### **Heterogene impact op bedrijven**

Ook binnen sectoren was de impact van de pandemie niet uniform. In de periode van april 2020 tot maart 2021 ervoer 55% van de Belgische bedrijven een omzetsdaling, terwijl 45% juist een stijging zag. Van de getroffen bedrijven leed 25% extreme verliezen (meer dan 33%), 19% substantiële verliezen (tussen 10% en 33%) en 12% kleinere verliezen (minder dan 10%) (Dhyne & Duprez, 2021).

Deze heterogeniteit wordt geïllustreerd door de grote spreiding in omzetgroei binnen sectoren, wat wijst op sterk uiteenlopende responsen op de crisis, zelfs tussen vergelijkbare bedrijven (Samarin & Zachary, 2022). Factoren zoals verschillende bedrijfsmodellen en de mate van digitalisering speelden hierbij een rol. Zo konden restaurants met een afhaalservice beter blijven functioneren tijdens lockdowns dan degenen zonder deze optie, en hadden bedrijven met een bestaande webshop een voordeel (Piette & Tielens, 2022).

### **2.3.1.4 Transmissie van schokken**

De crisis beïnvloedde niet alleen de direct getroffen sectoren, maar had ook gevolgen voor upstream (leveranciers) en downstream (zakelijke klanten) relaties. Dhyne & Duprez tonen aan dat economische schokken werden doorgegeven via zakelijke relaties: een omzetsdaling van 10% bij leveranciers leidde tot een omzetsdaling van 2,5% bij hun klanten. Omgekeerd resulteerde een

omzetsdaling van 10% bij klanten in een omzetsdaling van 4,4% bij hun leveranciers. Deze percentages tonen aan dat ongeveer een kwart van de schok bij leveranciers en bijna de helft van de schok bij klanten werd doorgegeven in de toeleveringsketen (Dhyne & Duprez, 2021).

Deze bevindingen ondersteunen dat de economische gevolgen van de crisis zich verspreidden door de hele economie, zelfs naar sectoren die niet direct door beperkingen werden getroffen. Bedrijven die zelf immuun waren voor de activiteitsbeperkingen konden indirect schokken ondervinden via hun leveranciers of klanten (Dhyne & Duprez, 2021).

#### **2.3.1.5 Steunmaatregelen**

Om de economische impact van de pandemie te verzachten, werden zowel op Europees als nationaal niveau een breed scala aan steunmaatregelen genomen. In België waren de meeste maatregelen gericht op het verlichten van de tijdelijke liquiditeitsproblemen waarmee bedrijven werden geconfronteerd als gevolg van de coronabeperkingen (Samarin & Zachary, 2022).

Deze steunmaatregelen omvatten onder meer overbruggingsrechten voor zelfstandigen en eenmalige premies voor getroffen bedrijven. Verder werden fiscale maatregelen ingevoerd, zoals belastingvrijstellingen en uitstel van betaling, om bedrijven te helpen hun liquiditeit te behouden (Samarin & Zachary, 2022; Tielens et al., 2020). Er werd ook een tijdelijke werkloosheidsregeling geïntroduceerd, zodat bedrijven werden vrijgesteld van loonkosten. Dit zorgde ervoor dat er geen massale ontslagen werden doorgevoerd (Coppens et al., 2021). Daarnaast speelde de financiële sector ook een rol via een schuldenmoratorium en staatsgegarandeerde leningen (Samarin & Zachary, 2022).

#### **2.3.1.6 Impact op Belgische bedrijven**

De COVID-19-pandemie had een aanzienlijke impact op de financiële gezondheid van Belgische bedrijven. Vroeg onderzoek van Tielens et al. (2020) toonde aan dat de kasstromen van bedrijven significant werden beïnvloed. Deze impact werd echter grotendeels opgevangen door het gebruik van bankleningen en overheidssteun op federaal en regionaal niveau. Desondanks moesten sommige bedrijven alsnog hun kasmiddelen aanvullen, wat leidde tot een verhoogd solvabiliteitsrisico. Dit kwam doordat de extra financiering in sommige gevallen tot een onhoudbaar schuldniveau kon leiden (Tielens et al., 2020). Een bijkomende uitdaging voor veel bedrijven was het aanpassen van hun kostenstructuur aan de dalende inkomsten. Hoewel er besparingen werden doorgevoerd op intermediaire goederen en diensten, was deze kostenreductie vaak niet volledig in verhouding tot de omzetsdaling (Piette & Tielens, 2022).

Deze situatie leidde tot bezorgdheid over mogelijke liquiditeitstekorten en een potentiële toename van wanbetalingen en faillissementen, vooral in de zwaarst getroffen sectoren (Piette & Tielens, 2022). Ondanks deze zorgen bleek de realiteit minder somber. De gevreesde faillissementsgolf bleef uit en drie hoofdfactoren droegen bij aan het uitblijven van massale faillissementen (Piette & Tielens, 2022):

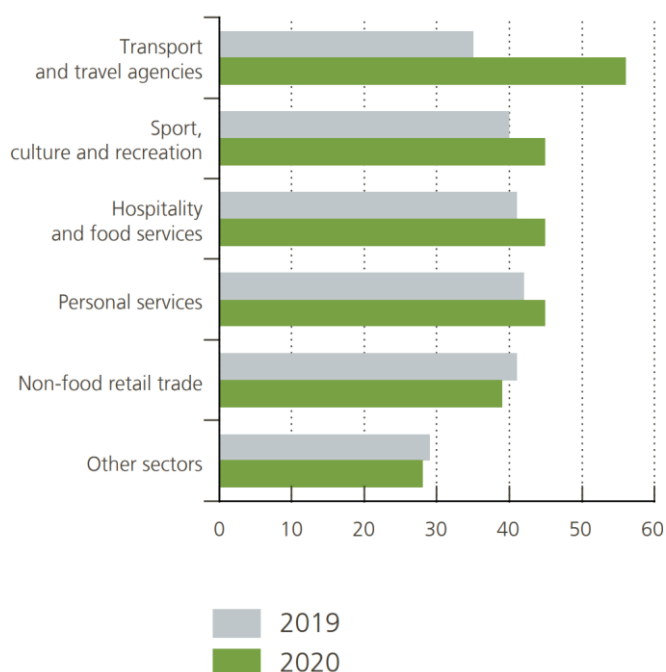
1. Moratoria op faillissementen en uitstel van belasting- en sociale zekerheidsschulden.
2. Brede en gerichte beleidssteun verlichtte de druk op kasstromen.

3. Bedrijven namen zelf significante corrigerende maatregelen. In het bijzonder slaagden bedrijven er toch in om hun kosten te verlagen in lijn met de dalende inkomsten.

De resterende druk op de liquiditeitspositie werd verlicht door diverse financieringsbronnen. Bedrijven maakten gebruik van private spaargelden, achtergestelde leningen (waaronder die verstrekt door regionale investeringsmaatschappijen), bankkrediet en in beperkte mate door kapitaalinjecties (Piette & Tielens, 2022).

Daarnaast speelde de banksector een cruciale rol in het ondersteunen van de reële economie. Banken boden niet alleen nieuwe liquiditeit via bestaande kredietfaciliteiten in de vroege fase van de crisis, maar verleenden later ook nieuwe leningsovereenkomsten. Daarnaast boden banken ondersteuning door het aanpassen van de voorwaarden van bestaande leningen. Ze verleenden concessies aan bedrijven die moeite hadden met hun betalingsverplichtingen, zoals het wijzigen van rentetarieven tot zelfs beneden marktcondities, het verhogen van kredietlimieten of het uitstellen van aflossingen (Piette & Tielens, 2022).

De winstgevendheid werd wel degelijk aangetast in de sectoren die zwaar werden getroffen door de lockdowns. In deze sectoren steeg het aandeel verlieslatende bedrijven sterk in 2020 ten opzichte van 2019. In de reis- en transportsector steeg het aandeel verlieslatende bedrijven van 35% naar 56%, een toename van 21%. Ook sectoren zoals sport, cultuur en recreatie, die langdurig beperkingen kenden, zagen een stijging van 6% in het aantal verlieslatende bedrijven. De horeca en persoonlijke diensten zagen een kleinere toename, respectievelijk met 4% en 3%. Opvallend is dat in de detailhandel (non-food), ondanks de tijdelijke sluitingen, minder bedrijven verliezen rapporteerden in 2020 ten opzichte van 2019 (Piette & Tielens, 2022).



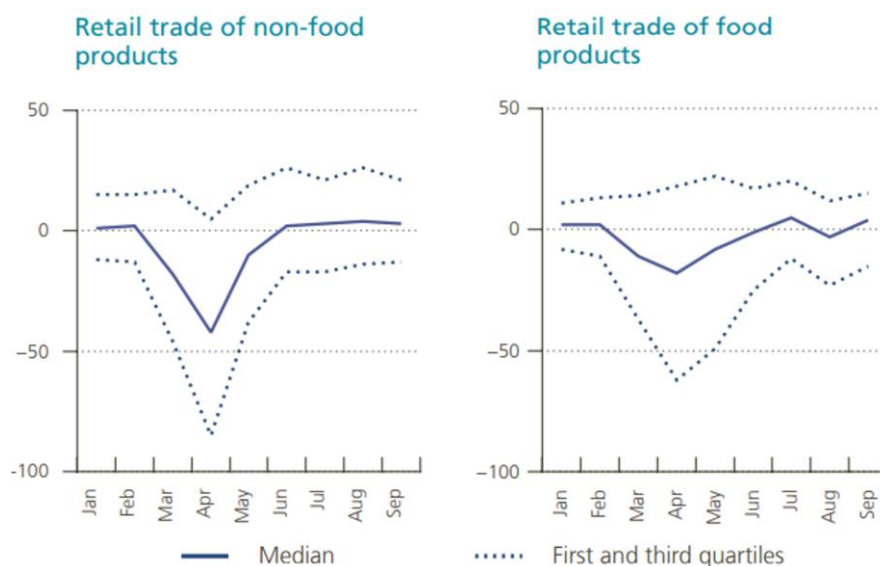
*Figuur 4: Percentage van bedrijven die verlies leden in 2019 en 2020, per sector (Piette & Tielens, 2022)*

### 2.3.1.7 Impact op het Belgische retaillandschap

Hoewel de retailsector zwaar werd getroffen door de tijdelijke sluitingen tijdens de eerste lockdowns in het voorjaar van 2020, vertoonde de sector een snel herstel na deze initiële periode (Piette & Tielens, 2022). Toch waren er binnen de retailsector grote verschillen. De retailsector was één van de sectoren waar de impact van het coronavirus heel heterogeen was. De heterogeniteit binnen de sector werd ook zichtbaar in de prestaties van individuele bedrijven. Zelfs binnen dezelfde branche presteerden sommige bedrijven aanzienlijk beter dan andere (Coppens et al., 2021; Dhyne & Duprez, 2021).

Deze heterogeniteit binnen de sector kan worden verklaard door verschillende factoren:

1. Essentiële vs. niet-essentiële retail: voedingswinkels en apotheken, die als essentieel werden beschouwd, mochten open blijven tijdens de lockdowns. Daarentegen werden niet-essentiële winkels gedwongen te sluiten tijdens bepaalde periodes, wat leidde tot sterkere omzetsdalingen (Tielens et al., 2020).



*Figuur 5: Invloed van de COVID-19-crisis op de maandelijkse omzet van bedrijven in de retailsector (Tielens et al., 2020)*

2. Online aanwezigheid (verschillen in bedrijfsmodellen): de lockdownmaatregelen leidden tot een toename van online shopping, zelfs bij consumenten die voordien zelden via internet aankopen deden. Retailers die al vóór de crisis een webshop hadden of snel konden overschakelen naar online verkoop hadden een voordeel en waren beter in staat om de impact van de fysieke winkelsluitingen op te vangen (Piette & Tielens, 2022).
3. Veranderende consumentenpatronen: sommige retailers profiteerden van veranderende consumptiepatronen, zoals een verhoogde vraag naar thuiswerkmateriaal, tuingereedschap en fietsen, of van een verschuiving naar online winkelen (Tielens et al., 2020). Het is dan ook zo dat fietshandelaren en e-commercebedrijven gedurende de pandemie juist gefloreerd hebben (Piette & Tielens, 2022). Een onderzoek uitgevoerd door de Nationale Bank van België in juli 2020 bracht aan het licht dat de eerste lockdown een significante impact had op koopgedrag. Bijna 90% van de ondervraagden gaf aan hun gewoonten te

hebben aangepast, voornamelijk vanwege de beperkingen op fysiek winkelen. Opmerkelijk was dat 77% van de respondenten verwachtte deze nieuwe gewoonten ook na de crisis te zullen voortzetten (Coppens et al., 2021).

Door de veranderende consumptiepatronen en de beperkingen op fysieke interacties als gevolg van de maatregelen, hebben veel retailers tijdens de COVID-19-crisis hun investeringen in e-commerce technologieën verhoogd. Dit wordt bevestigd door een studie van de Nationale Bank van België in juni 2021. Het onderzoek toont aan dat het gebruik van online verkoopkanalen in de detailhandel significant is toegenomen in vergelijking met de periode vóór de crisis. Retailers hebben hun aanwezigheid op verschillende digitale platforms uitgebreid, waaronder mobiele applicaties, online marktplaatsen, eigen webwinkels en sociale media (Coppens et al., 2021).

Een opmerkelijke bevinding was de verwachting dat deze digitale verschuiving zou aanhouden, terwijl het aandeel retailers dat via traditionele kanalen (fysieke winkels of vertegenwoordigers) verkoopt, stabiel zou blijven. Dit suggereert dat online kanalen eerder een complement zijn in plaats van een substituut voor traditionele verkoopkanalen (Coppens et al., 2021).

Dit betekent dus dat, hoewel fysieke winkels belangrijk zullen blijven, de verschuiving naar online verkoopkanalen een structureel karakter lijkt te hebben. Vandaar ook de volgende conclusie van Coppens et. al (2021):

"Society is (or will be) gradually waking up from the COVID-19-crisis and its "induced-coma", but segments of economic life could be significantly and permanently transformed by the crisis. Mostly, these are qualitative aspects of the economy and the crisis has acted as a catalyst or an accelerator of a pre-existing trend. Digitalisation, for example, has been given an unprecedented boost, both in terms of the widespread implementation of teleworking and the greater use of online sales channels."

Ten slotte meldden de respondenten op de enquête van de Nationale Bank van België ook een toenemende voorkeur voor lokale aankopen (Coppens et al., 2021). De verschuiving naar lokaal winkelen en de toename van e-commerce tijdens de COVID-19-pandemie wordt ook ondersteund door het onderzoek van Beckers et al. (2021). Het onderzoek toont aan dat de pandemie als katalysator heeft gewerkt voor online retail, met name voor lokale handelaars. (Beckers et al., 2021).

### 3 Methodologie

Dit onderzoek beoogt een vergelijkende financiële analyse uit te voeren van belangrijke spelers in de Belgische elektronicadetailhandel en aanverwante productcategorieën, met een focus op de periode 2019-2022. Deze periode is specifiek gekozen om niet alleen de financiële impact van de COVID-19-crisis op de gekozen bedrijven te onderzoeken, maar ook de financiële situatie van deze bedrijven in de nasleep van de pandemie.

#### 1. Selectie van ondernemingen

In overleg met de promotor zijn vier ondernemingen geselecteerd voor de vergelijkende financiële analyse: Coolblue, Electro Depot, Krëfel en Vanden Borre. Deze keuze is gebaseerd op prominente positie van deze bedrijven in de Belgische markt voor consumentenelektronica en aanverwante producten.

#### 2. Dataverzameling

De primaire databron voor dit onderzoek zijn de jaarrekeningen van de geselecteerde ondernemingen over de periode 2019-2022. Deze jaarrekeningen zijn geraadpleegd via de website van de Nationale Bank van België. Het gebruik van jaarrekeningen als databron is een van de meest directe en betrouwbare methoden om inzicht te krijgen in de financiële situatie van ondernemingen.

De jaarrekeningen kunnen worden geraadpleegd via de website van de Nationale Bank van België door het ondernemingsnummer van het bedrijf in te voeren:

- Coolblue: 0867.686.774
- Electro Depot: 0549.949.715
- Krëfel: 0400.673.544
- Vanden Borre: 0412.723.419

#### 3. Analysemethode

De financiële analyse van de geselecteerde ondernemingen vereist een zorgvuldige aanpak, rekening houdend met de specifieke context van Belgische vennootschappen. Een belangrijke uitdaging hierbij is dat de gekozen bedrijven hun jaarrekeningen publiceren volgens Belgian GAAP (Generally Accepted Accounting Principles). Veel handboeken over financiële analyse richten zich echter vaak op hoe financiële analyse uitgevoerd moet worden aan de hand van jaarrekeningen die zijn opgesteld volgens de IFRS-standaarden.

Deze situatie creëert enkele complexiteiten voor de analyse. De structuur en inhoud van BGAAP-jaarrekeningen verschillen namelijk van IFRS-jaarrekeningen, waardoor het bij het uitvoeren van de financiële analyse niet altijd evident is welke posten wel of niet meegenomen moeten worden onder BGAAP.



Om deze uitdagingen het hoofd te bieden en een accurate en consistente analyse te waarborgen, is in dit onderzoek gekozen voor het handboek 'Financiële analyse van de onderneming: theorie en toepassing op de jaarrekening volgens Belgian GAAP en IFRS' als primaire methodologische gids voor de berekeningen. Dit handboek biedt gedetailleerde instructies over welke posten (en bijbehorende codes) meegenomen moeten worden bij het berekenen van verschillende financiële ratio's onder Belgian GAAP, wat zorgt voor duidelijkheid in de berekeningen. Het toepassen van deze methodologie bleek een uitdagend maar zeer leerzaam proces.

De vergelijkende financiële analyse omvat de volgende componenten:

a) Liquiditeitsanalyse:

- Kasstromenanalyse
- Nettobedrijfskapitaal
- Current ratio
- Quick ratio
- Voorraadrotatie
- Aantal dagen voorraad
- Aantal dagen klantenkrediet
- Aantal dagen leverancierskrediet

b) Solvabiliteitsanalyse:

- Algemene schuldgraad en graad van financiële onafhankelijkheid
- Zelffinancieringsgraad
- Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT

c) Rendabiliteitsanalyse:

- Het DuPont-model

#### 4. Datapresentatie en -interpretatie

De uitvoering van de kasstromenanalyse en de berekening van de financiële ratio's vereiste een aanzienlijke hoeveelheid gedetailleerde berekeningen. Om de leesbaarheid en toegankelijkheid van het hoofddocument te waarborgen, zijn alleen de kernresultaten opgenomen in de sectie 'Resultaten'. Voor transparantie en verificatiedoeleinden zijn alle onderliggende berekeningen die hebben geleid tot deze resultaten in detail opgenomen in de bijlagen.

## 4 Resultaten

### 4.1 Voorafgaande analyse

#### 4.1.1 Voorstelling onderzochte bedrijven

##### **Coolblue**

Coolblue, opgericht in 1999 in Nederland, is sinds 2004 actief in België via de vennootschap Coolblue België NV. Het bedrijf volgt duidelijk een differentiatiestrategie, die zich uit in verschillende aspecten van de bedrijfsvoering. Coolblue onderscheidt zich door hun uitgebreide aanbod (ongeveer 1000 productcategorieën), merkimago, flexibele leveringsopties en meertalige klantenservice. Bovendien bieden ze uitgebreide productinformatie, video's en reviews om klanten te ondersteunen bij hun aankoopbeslissingen. De slogan "Alles voor een glimlach" benadrukt de focus van Coolblue op klanttevredenheid. Daarnaast zet het bedrijf sterk in op duurzaamheid met diverse groene initiatieven (*Coolblue yearbook 2023, 2024*).

Naast een sterke online aanwezigheid via hun website en app, heeft Coolblue 10 fysieke winkels in België. Hier kunnen klanten producten ervaren, ophalen en advies krijgen. Het bedrijf streeft naar een volwaardige omnichannel retailervaring door deze verschillende kanalen te integreren. Dit wordt ook duidelijk vermeld in het jaarboek van Coolblue (*Coolblue yearbook 2023, 2024*):

"Coolblue is a unique omnichannel electronics and energy company with an obsessive focus on customer satisfaction. By integrating our website, app, own customer service, our 25 physical stores, and our own delivery and installations services, we build leading market positions in consumer electronics and energy in the Netherlands, Belgium, and Germany."

##### **Electro Depot**

Electro Depot, opgericht in 2004 in Frankrijk, is sinds 2014 actief in België via de vennootschap Electro Depot Belgium NV. Met een webshop en 14 fysieke winkels in België, staat Electro Depot bekend om zijn kostenleiderschapsstrategie. Deze strategie heeft Electro Depot de bijnaam "Colruyt van de elektroketens" opgeleverd (Sacré, 2015; *Wie zijn wij?*, n.d.).

De kostenleiderschapsstrategie van Electro Depot wordt duidelijk weerspiegeld in de verschillende aspecten van hun bedrijfsvoering: grootschalige inkoop tegen zo laag mogelijke prijzen, winkels die zijn ingericht als magazijnen, een beperkt assortiment, en een beleid waarbij extra services niet in de prijs zijn inbegrepen. Al deze elementen dragen bij aan hun kostenbesparende aanpak, waardoor Electro Depot lage prijzen kan aanbieden en kan profiteren van schaalvoordelen (*Wie zijn wij?*, n.d.).

##### **Kréfel en Vanden Borre**

Kréfel en Vanden Borre zijn gevestigde namen in de Belgische elektronicamarkt met vergelijkbare bedrijfsmodellen. Kréfel, een Belgisch bedrijf opgericht in 1958, opereert via een webshop, een app en 75 fysieke winkels verspreid over België (*Diensten*, n.d.; *Over Kréfel*, n.d.). Vanden Borre, eveneens van Belgische origine, is actief via een webshop en 70 fysieke winkels (*Wie is Vanden Borre?*, n.d.).

Beide bedrijven combineren aspecten van differentiatie en kostenleiderschap in hun strategie. Ze bieden een uitgebreid assortiment aan producten, gepaard met advies op maat en uitgebreide service. Tegelijkertijd streven ze naar een laagsteprijsgarantie, wat duidt op een poging om ook op prijs te concurreren (*De garantie van de laagste prijs!*, n.d.; *Diensten*, n.d.; *Onze nieuwe Akte van Vertrouwen*, n.d.).

Vanden Borre illustreert deze aanpak met hun 'Akte van Vertrouwen', die steunt op vier pijlers: laagste prijs, advies, service en duurzaamheid (*Onze nieuwe Akte van Vertrouwen*, n.d.). Krëfel's bekende slogan "De beste prijzen, service inbegrepen" weerspiegelt een vergelijkbare aanpak.

### **4.1.2 Accounting analyse**

Na een grondige analyse van de waarderingsregels van Coolblue, Electro Depot, Vanden Borre en Krëfel over de periode 2019-2022, kan een hoge mate van consistentie worden vastgesteld. De waarderingsregels blijven grotendeels ongewijzigd gedurende deze periode voor alle bedrijven. Hierbij dient opgemerkt te worden dat de waarderingsregels van Krëfel voor 2021 ontbreken, maar de beschikbare gegevens voor 2019, 2020 en 2022 tonen wel een consistente lijn. Bovendien is het vermeldenswaard dat de waarderingsregels van Coolblue minder gedetailleerd zijn dan die van de concurrenten.

Een belangrijk punt is dat alle vier de bedrijven voor de jaren 2019-2022 een oordeel zonder voorbehoud hebben ontvangen in hun commissarisverslag. Dit impliceert dat de auditors, na grondige controle, hebben geconcludeerd dat de jaarrekeningen met een redelijke mate van zekerheid een getrouw beeld geven van de financiële realiteit. Deze vaststelling versterkt het vertrouwen in de cijfers die als basis zullen dienen voor de aankomende financiële analyse.

## **4.2 Vergelijkende analyse**

### **4.2.1 Kasstromenanalyse**

Om de kasstroomtabellen op te stellen wordt de methodologie gebruikt die beschreven is in het handboek van Ooghe et al. (2017). Hierin wordt beschreven hoe een gedetailleerde kasstroomtabel kan worden opgesteld aan de hand van een jaarrekening zoals gepubliceerd in België.

Bij het opstellen van een kasstroomtabel wordt in de meeste gevallen vertrokken vanuit een winstconcept, waarop vervolgens een aantal correcties en berekeningen worden toegepast om de kasstroom uit drie verschillende bronnen te bekomen: operationele activiteiten, investeringsactiviteiten en financieringsactiviteiten.

Het winstconcept dat in het handboek van Ooghe et al. (2017) als uitgangspunt wordt genomen, is de winst (verlies) van het boekjaar na belastingen. Dit kan eenvoudig worden berekend als alle opbrengsten minus alle kosten en belastingen. Het is echter belangrijk op te merken dat niet alle opbrengsten en kosten een kasbeweging met zich meebrengen.

Een duidelijk voorbeeld hiervan zijn afschrijvingen en waardeverminderingen. Deze verlagen de winst van het boekjaar, maar leiden niet tot een daadwerkelijke kasuitgave. Om deze reden worden afschrijvingen en waardeverminderingen binnen de financiële analyse 'niet-kaskosten' genoemd. Bij het berekenen van de kasstroom moeten deze niet-kaskosten worden opgeteld bij de

winst (verlies) van het boekjaar. Dit is noodzakelijk omdat deze kosten de winst hebben verlaagd zonder een reële kasuitgave te veroorzaken, waardoor de kasstroom anders zou worden onderschat. Dezelfde redenering geldt voor niet-kasopbrengsten, zoals de terugname van afschrijvingen of waardeverminderingen. Deze worden echter niet opgeteld, maar afgetrokken van de winst van het boekjaar (Ooghe et al., 2017).

Het resultaat van de bewerkingen op de winst (verlies) na belastingen - namelijk het optellen van niet-kaskosten en het aftrekken van niet-kasopbrengsten - leidt ertoe dat het volgende overblijft: winst (verlies) van het boekjaar na belastingen plus niet-kaskosten minus niet-kasopbrengsten, oftewel alle kasopbrengsten minus alle kaskosten minus belastingen. Aan de hand van deze tweede formulering wordt ook meteen duidelijk zichtbaar dat de effecten van niet-kasgerelateerde posten geëlimineerd zijn. Het zou echter onjuist zijn om te aan te nemen dat de cashflow hiermee volledig is berekend, omdat er ook nog andere factoren zijn die de cashflow beïnvloeden (Ooghe et al., 2017).

In de eerste plaats worden kasopbrengsten en kaskosten niet alleen contant ontvangen of betaald. Verkopen bijvoorbeeld vormen op het moment van boeking wel een kasopbrengst, maar dit betekent niet dat ze meteen een kasinkomst vormen. Bij verkopen met betalingsuitstel is er pas sprake van een kasinkomst op het moment van effectieve inning. Hetzelfde principe geldt voor aankopen: deze zijn een kaskost, maar vormen pas een kasuitgave bij daadwerkelijke betaling (Ooghe et al., 2017).

Het is dus zo dat bepaalde kasopbrengsten niet in de periode zelf, maar in een volgende of vorige periode worden ontvangen, en dat sommige kaskosten en belastingen in een latere of vorige periode worden betaald. Deze verschillen in timing tussen boeking en effectieve kasbewegingen zijn terug te vinden in balansposten die variëren in functie van de operaties en samen de verandering in nettobedrijfskapitaalbehoefte vormen (Ooghe et al., 2017).

Bovendien zijn er kasbewegingen die niet in de resultatenrekening worden uitgedrukt, maar wel degelijk een invloed hebben op de kasstroom. Het gaat hierbij om investeringen en desinvesteringen in vaste activa, externe financiering (zoals het aantrekken van nieuw aandelenkapitaal, bijkomende financiering met financiële schulden, terugbetaling van aandelenkapitaal en aflossing van financiële schulden), en winstuitkering. Als alleen rekening wordt gehouden met de resultatenrekening (kasopbrengsten minus kaskosten), worden deze bovenvermelde elementen buiten beschouwing gelaten, ondanks het feit dat ze wel degelijk een kasstroom genereren. Er wordt dan dus slechts een deel van de totale kasstroom berekend (Ooghe et al., 2017).

Tabel 2: Kasstroomtabel Coolblue

| <b>KASSTROOMTABEL COOLBLUE</b>                  | <b>2019</b>      | <b>2020</b>      | <b>2021</b>      | <b>2022</b>      |
|-------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Winst (verlies) van het boekjaar na belastingen | 1.216.641        | 1.701.750        | 1.612.475        | 1.507.050        |
| + (Niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten)        | 458.013          | 1.047.312        | 1.818.450        | 2.326.426        |
| + Financiële kaskosten van het vreemd vermogen  | 7.968            | 27.154           | 17.569           | 19.847           |
| - <b>Δ NETTOBEDRIJFSKAPITAALBEHOEFTE</b>        | -1.056.483       | -2.025.541       | -988.509         | 2.263.779        |
| <b>= KASSTROOM UIT OPERATIES</b>                | <b>2.739.105</b> | <b>4.801.757</b> | <b>4.437.003</b> | <b>1.589.544</b> |

|                                                                         |                   |                   |                   |                   |
|-------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| (Des)investeringen in oprichtingskosten                                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| (Des)investeringen in immateriële vaste activa                          | -                 | -                 | -                 | -                 |
| (Des)investeringen in materiële vaste activa                            | -2.708.151        | -5.004.531        | -4.382.900        | -1.579.621        |
| (Des)investeringen in financiële vaste activa                           | 15.894            | -                 | -                 | -                 |
| (Des)investeringen in vorderingen op meer dan één jaar                  | -                 | -                 | -                 | -                 |
| Minderwaarde bij de realisatie van vaste activa                         | -                 | -                 | -                 | -                 |
| Terugneming van afschrijvingen en waardeverminderingen van vaste activa | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>KASSTROOM UIT (DES)INVESTERINGEN IN (UITGEBREIDE) VASTE ACTIVA</b>   | <b>-2.692.257</b> | <b>-5.004.531</b> | <b>-4.382.900</b> | <b>-1.579.621</b> |
| <b>VRIJE KASSTROOM TER BESCHIKKING VAN DE ONDERNEMING</b>               | <b>46.848</b>     | <b>-202.774</b>   | <b>54.103</b>     | <b>9.923</b>      |

|                                                                              |               |                |                |                |
|------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Financiële kosten van het vreemd vermogen                                    | -7.968        | -27.154        | -17.569        | -19.847        |
| Financiering met voorzieningen en uitgestelde belastingen                    | 51.599        | -              | -              | -              |
| Financiering met schulden op meer dan één jaar                               | -             | 197.954        | -2.017         | -              |
| Financiering met schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen | -             | -              | -              | -              |
| Financiering met financiële schulden op ten hoogste één jaar                 | -             | -              | -              | -              |
| <b>KASSTROOM UIT FINANCIËEL VREEMD VERMOGEN</b>                              | <b>43.631</b> | <b>170.800</b> | <b>-19.586</b> | <b>-19.847</b> |
| <b>VRIJE KASSTROOM TER BESCHIKKING VAN DE HOUDERS VAN HET EIGEN VERMOGEN</b> | <b>90.479</b> | <b>-31.974</b> | <b>34.517</b>  | <b>-9.924</b>  |

|                                                               |          |          |          |          |
|---------------------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| Financiering met inbreng of terugbetaling van kapitaal        | -        | -        | -        | -        |
| Uit te keren winst                                            | -        | -        | -        | -        |
| Tussenkost van de vennoten in het verlies                     | -        | -        | -        | -        |
| Voorschot aan de vennoten op de verdeling van het nettoactief | -        | -        | -        | -        |
| Financiering met kapitaalsubsidies                            | -        | -        | -        | -        |
| <b>KASSTROOM UIT EXTERN EIGEN VERMOGEN</b>                    | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

|                                                             |               |                |               |               |
|-------------------------------------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>KASSTROOM UIT OPERATIES, INVESTERINGEN, FINANCIERING</b> | <b>90.479</b> | <b>-31.974</b> | <b>34.517</b> | <b>-9.924</b> |
|-------------------------------------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|

|                                               |               |                |               |               |
|-----------------------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>CONTROLE A.D.H.V. BALANS</b>               |               |                |               |               |
| <b>Δ (geldbeleggingen + liquide middelen)</b> | <b>90.479</b> | <b>-31.975</b> | <b>34.516</b> | <b>-9.923</b> |
| <b>Δ ( 50/53  +  54/58 )</b>                  |               |                |               |               |

Tabel 3: Kasstroomtabel Electro Depot

| <b>KASSTROOMTABEL ELECTRO DEPOT</b>             | <b>2019</b>      | <b>2020</b>      | <b>2021</b>      | <b>2022</b>      |
|-------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Winst (verlies) van het boekjaar na belastingen | 444.780          | 1.717.086        | 1.474.601        | 282.253          |
| + (Niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten         | 1.369.543        | 1.411.340        | 1.506.563        | 1.718.077        |
| + Financiële kaskosten van het vreemd vermogen  | 188.812          | 2.444            | 801              | 200              |
| - Δ Nettobedrijfskapitaalbehoefte               | 268.501          | 861.618          | 453.152          | -51.277          |
| <b>= KASSTROOM UIT OPERATIES</b>                | <b>1.734.634</b> | <b>2.269.252</b> | <b>2.528.813</b> | <b>2.051.807</b> |

|                                                                         |                   |                   |                   |                   |
|-------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| (Des)investeringen in oprichtingskosten                                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| (Des)investeringen in immateriële vaste activa                          | -8.916            | -4.151            | -                 | -2.013            |
| (Des)investeringen in materiële vaste activa                            | -1.253.542        | -1.684.145        | -2.666.743        | -1.122.212        |
| (Des)investeringen in financiële vaste activa                           | 1.900             | -2.950            | -                 | -                 |
| (Des)investeringen in vorderingen op meer dan één jaar                  | -                 | -                 | -                 | -                 |
| Minderwaarde bij de realisatie van vaste activa                         | -                 | -                 | -                 | -                 |
| Terugneming van afschrijvingen en waardeverminderingen van vaste activa | 2.629             | 23.613            | 8.229             | 6.029             |
| <b>KASSTROOM UIT (DES)INVESTERINGEN IN (UITGEBREIDE) VASTE ACTIVA</b>   | <b>-1.257.929</b> | <b>-1.667.633</b> | <b>-2.658.514</b> | <b>-1.118.196</b> |
| <b>VRIJE KASSTROOM TER BESCHIKKING VAN DE ONDERNEMING</b>               | <b>476.705</b>    | <b>601.619</b>    | <b>-129.701</b>   | <b>933.611</b>    |

|                                                                              |                 |                |                 |                |
|------------------------------------------------------------------------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| Financiële kosten van het vreemd vermogen                                    | -188.812        | -2.444         | -801            | -200           |
| Financiering met voorzieningen en uitgestelde belastingen                    | -               | -              | -               | -              |
| Financiering met schulden op meer dan één jaar                               | -               | -              | -               | -              |
| Financiering met schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen | -               | -              | -               | -              |
| Financiering met financiële schulden op ten hoogste één jaar                 | -               | -              | -               | -              |
| <b>KASSTROOM UIT FINANCIËEL VREEMD VERMOGEN</b>                              | <b>-188.812</b> | <b>-2.444</b>  | <b>-801</b>     | <b>-200</b>    |
| <b>VRIJE KASSTROOM TER BESCHIKKING VAN DE HOUDERS VAN HET EIGEN VERMOGEN</b> | <b>287.893</b>  | <b>599.175</b> | <b>-130.502</b> | <b>933.411</b> |

|                                                               |          |                 |                 |                |
|---------------------------------------------------------------|----------|-----------------|-----------------|----------------|
| Financiering met inbreng of terugbetaling van kapitaal        | -        | -               | -               | -              |
| Uit te keren winst                                            | -        | -250.831        | -116.734        | -29.351        |
| Tussenkost van de vennoten in het verlies                     | -        | -               | -               | -              |
| Voorschot aan de vennoten op de verdeling van het nettoactief | -        | -               | -               | -              |
| Financiering met kapitaalsubsidies                            | -        | -               | -               | -              |
| <b>KASSTROOM UIT EXTERN EIGEN VERMOGEN</b>                    | <b>-</b> | <b>-250.831</b> | <b>-116.734</b> | <b>-29.351</b> |

|                                                             |                |                |                 |                |
|-------------------------------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| <b>KASSTROOM UIT OPERATIES, INVESTERINGEN, FINANCIERING</b> | <b>287.893</b> | <b>348.344</b> | <b>-247.236</b> | <b>904.060</b> |
|-------------------------------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|

|                                        |         |         |          |         |
|----------------------------------------|---------|---------|----------|---------|
| <b>CONTROLE A.D.H.V. BALANS</b>        |         |         |          |         |
| Δ (geldbeleggingen + liquide middelen) | 287.894 | 348.342 | -247.235 | 904.062 |
| Δ ( 50/53  +  54/58 )                  |         |         |          |         |

Tabel 4: Kasstroomtabel Krëfel

| <b>KASSTROOMTABEL KRËFEL</b>                    | <b>2019</b>       | <b>2020</b>       | <b>2021</b>        | <b>2022</b>      |
|-------------------------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|------------------|
| Winst (verlies) van het boekjaar na belastingen | 4.412.378         | 11.762.531        | 9.833.791          | -1.724.138       |
| + (Niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten         | 5.683.663         | 9.893.292         | 5.136.996          | 5.209.682        |
| + Financiële kaskosten van het vreemd vermogen  | 158.472           | 166.659           | 471.617            | 377.788          |
| - Δ Nettobedrijfskapitaalbehoefte               | -3.477.105        | -36.107.853       | 33.722.422         | -4.924.816       |
| <b>= KASSTROOM UIT OPERATIES</b>                | <b>13.731.618</b> | <b>57.930.335</b> | <b>-18.280.018</b> | <b>8.788.148</b> |

|                                                                         |                   |                   |                    |                   |
|-------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| (Des)investeringen in oprichtingskosten                                 | -                 | -                 | -                  | -                 |
| (Des)investeringen in immateriële vaste activa                          | -433.193          | -704.060          | -1.593.840         | -1.795.318        |
| (Des)investeringen in materiële vaste activa                            | -4.007.494        | -3.477.080        | -6.562.264         | -4.572.731        |
| (Des)investeringen in financiële vaste activa                           | -349.750          | -17.710           | -605               | 1.080             |
| (Des)investeringen in vorderingen op meer dan één jaar                  | -                 | -                 | -                  | -                 |
| Minderwaarde bij de realisatie van vaste activa                         | -51               | -10.681           | -36.795            | -                 |
| Terugneming van afschrijvingen en waardeverminderingen van vaste activa | -                 | -                 | -                  | -                 |
| <b>KASSTROOM UIT (DES)INVESTERINGEN IN (UITGEBREIDE) VASTE ACTIVA</b>   | <b>-4.790.488</b> | <b>-4.209.531</b> | <b>-8.193.504</b>  | <b>-6.366.969</b> |
| <b>VRIJE KASSTROOM TER BESCHIKKING VAN DE ONDERNEMING</b>               | <b>8.941.130</b>  | <b>53.720.804</b> | <b>-26.473.522</b> | <b>2.421.179</b>  |

|                                                                              |                   |                   |                    |                  |
|------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|------------------|
| Financiële kosten van het vreemd vermogen                                    | -158.472          | -166.659          | -471.617           | -377.788         |
| Financiering met voorzieningen en uitgestelde belastingen                    | -                 | -                 | -                  | -1               |
| Financiering met schulden op meer dan één jaar                               | -51.208           | -197.477          | 222.699            | -142.768         |
| Financiering met schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen | -720.250          | -125.286          | 18.837             | -58.461          |
| Financiering met financiële schulden op ten hoogste één jaar                 | -1.327.013        | -125.000          | -                  | -                |
| <b>KASSTROOM UIT FINANCIËEL VREEMD VERMOGEN</b>                              | <b>-2.256.943</b> | <b>-614.422</b>   | <b>-230.081</b>    | <b>-579.018</b>  |
| <b>VRIJE KASSTROOM TER BESCHIKKING VAN DE HOUDERS VAN HET EIGEN VERMOGEN</b> | <b>6.684.187</b>  | <b>53.106.382</b> | <b>-26.703.603</b> | <b>1.842.161</b> |

|                                                               |          |                    |                   |          |
|---------------------------------------------------------------|----------|--------------------|-------------------|----------|
| Financiering met inbreng of terugbetaling van kapitaal        | -        | -                  | -                 | -        |
| Uit te keren winst                                            | -        | -31.366.824        | -3.585.046        | -        |
| Tussenkost van de vennoten in het verlies                     | -        | -                  | -                 | -        |
| Voorschot aan de vennoten op de verdeling van het nettoactief | -        | -                  | -                 | -        |
| Financiering met kapitaalsubsidies                            | -        | -                  | -                 | -        |
| <b>KASSTROOM UIT EXTERN EIGEN VERMOGEN</b>                    | <b>-</b> | <b>-31.366.824</b> | <b>-3.585.046</b> | <b>-</b> |

|                                                             |                  |                   |                    |                  |
|-------------------------------------------------------------|------------------|-------------------|--------------------|------------------|
| <b>KASSTROOM UIT OPERATIES, INVESTERINGEN, FINANCIERING</b> | <b>6.684.187</b> | <b>21.739.558</b> | <b>-30.288.649</b> | <b>1.842.161</b> |
|-------------------------------------------------------------|------------------|-------------------|--------------------|------------------|

|                                        |           |            |             |           |
|----------------------------------------|-----------|------------|-------------|-----------|
| <b>CONTROLE A.D.H.V. BALANS</b>        |           |            |             |           |
| Δ (geldbeleggingen + liquide middelen) | 6.684.185 | 21.739.557 | -30.288.650 | 1.842.163 |
| Δ ( 50/53  +  54/58 )                  |           |            |             |           |

Tabel 5: Kasstroomtabel Vanden Borre

| <b>KASSTROOMTABEL VANDEN BORRE</b>              | <b>2019</b>      | <b>2020</b>        | <b>2021</b>       | <b>2022</b>      |
|-------------------------------------------------|------------------|--------------------|-------------------|------------------|
| Winst (verlies) van het boekjaar na belastingen | 9.523.234        | 13.245.099         | 11.682.592        | 9.272.160        |
| + (Niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten)        | 4.945.036        | 6.335.152          | 5.520.808         | 1.107.202        |
| + Financiële kaskosten van het vreemd vermogen  | 19.871           | 20.086             | 31.102            | 21               |
| - Δ Nettobedrijfskapitaalbehoefte               | 12.956.442       | -109.083.734       | -36.617.950       | 9.262.640        |
| <b>= KASSTROOM UIT OPERATIES</b>                | <b>1.531.699</b> | <b>128.684.071</b> | <b>53.852.452</b> | <b>1.116.743</b> |

|                                                                         |                   |                    |                    |                   |
|-------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| (Des)investeringen in oprichtingskosten                                 | -                 | -                  | -                  | -                 |
| (Des)investeringen in immateriële vaste activa                          | -462.964          | -63.980            | -                  | -                 |
| (Des)investeringen in materiële vaste activa                            | -3.228.984        | -1.708.562         | -3.326.680         | -3.219.629        |
| (Des)investeringen in financiële vaste activa                           | -2.331            | -1.820             | -135               | -9.845            |
| (Des)investeringen in vorderingen op meer dan één jaar                  | -                 | -                  | -50.000.000        | -                 |
| Minderwaarde bij de realisatie van vaste activa                         | -                 | -                  | -                  | -                 |
| Terugneming van afschrijvingen en waardeverminderingen van vaste activa | -                 | -                  | -                  | -                 |
| <b>KASSTROOM UIT (DES)INVESTERINGEN IN (UITGEBREIDE) VASTE ACTIVA</b>   | <b>-3.694.279</b> | <b>-1.774.362</b>  | <b>-53.326.815</b> | <b>-3.229.474</b> |
| <b>VRIJE KASSTROOM TER BESCHIKKING VAN DE ONDERNEMING</b>               | <b>-2.162.580</b> | <b>126.909.709</b> | <b>525.637</b>     | <b>-2.112.731</b> |

|                                                                              |                   |                    |                |                  |
|------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------|----------------|------------------|
| Financiële kosten van het vreemd vermogen                                    | -19.871           | -20.086            | -31.102        | -21              |
| Financiering met voorzieningen en uitgestelde belastingen                    | -                 | -                  | -              | 1                |
| Financiering met schulden op meer dan één jaar                               | -                 | -                  | -              | -                |
| Financiering met schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen | -                 | -                  | -              | -                |
| Financiering met financiële schulden op ten hoogste één jaar                 | -                 | -                  | -              | 1.438.502        |
| <b>KASSTROOM UIT FINANCIËEL VREEMD VERMOGEN</b>                              | <b>-19.871</b>    | <b>-20.086</b>     | <b>-31.102</b> | <b>1.438.482</b> |
| <b>VRIJE KASSTROOM TER BESCHIKKING VAN DE HOUDERS VAN HET EIGEN VERMOGEN</b> | <b>-2.182.451</b> | <b>126.889.623</b> | <b>494.535</b> | <b>-674.249</b>  |

|                                                               |          |                     |          |          |
|---------------------------------------------------------------|----------|---------------------|----------|----------|
| Financiering met inbreng of terugbetaling van kapitaal        | -        | -                   | -        | -        |
| Uit te keren winst                                            | -        | -126.549.410        | -        | -        |
| Tussenkost van de vennoten in het verlies                     | -        | -                   | -        | -        |
| Voorschot aan de vennoten op de verdeling van het nettoactief | -        | -                   | -        | -        |
| Financiering met kapitaalsubsidies                            | -        | -                   | -        | -        |
| <b>KASSTROOM UIT EXTERN EIGEN VERMOGEN</b>                    | <b>-</b> | <b>-126.549.410</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

|                                                             |                   |                |                |                 |
|-------------------------------------------------------------|-------------------|----------------|----------------|-----------------|
| <b>KASSTROOM UIT OPERATIES, INVESTERINGEN, FINANCIERING</b> | <b>-2.182.451</b> | <b>340.213</b> | <b>494.535</b> | <b>-674.249</b> |
|-------------------------------------------------------------|-------------------|----------------|----------------|-----------------|

|                                        |            |         |         |          |
|----------------------------------------|------------|---------|---------|----------|
| <b>CONTROLE A.D.H.V. BALANS</b>        |            |         |         |          |
| Δ (geldbeleggingen + liquide middelen) | -2.182.449 | 340.210 | 494.534 | -674.251 |
| Δ ( 50/53  +  54/58 )                  |            |         |         |          |



Voordat de belangrijkste punten in de kasstroomtabellen worden besproken, is het essentieel om op te merken dat de som van de kasstromen uit operationele activiteiten, investeringen en financiering moet overeenstemmen met de wijziging in de geldbeleggingen en liquide middelen. Deze overeenstemming is consistent aanwezig in de opgestelde kasstroomtabellen van de geanalyseerde bedrijven. Dit bevestigt dat de kasstroomtabellen correct zijn opgesteld volgens de methodiek van Ooghe et al. (2017). Kleine verschillen van enkele euro's kunnen voorkomen, maar deze zijn volkomen normaal en worden veroorzaakt door de berekeningen zelf. Voor een gedetailleerd overzicht van de onderliggende berekeningen van de kasstroomtabellen wordt verwezen naar bijlagen 1, 2, 3 en 4.

### **Coolblue**

De kasstroomtabel van Coolblue over de periode 2019-2022 toont een consistent positieve kasstroom uit operaties. Dit is een gunstig teken, aangezien het aangeeft dat Coolblue door haar bedrijfsactiviteiten voldoende middelen genereert. Bij nadere analyse van het kasstroomtabel valt op dat in het jaar 2020 de kasstroom uit operaties aanzienlijk is toegenomen, van €2.739.105 naar €4.801.757, wat neerkomt op een stijging van 75,30%.

Na deze piek in 2020 is echter een dalende trend waarneembaar. In 2021 daalde de kasstroom uit operaties met 7,60% ten opzichte van 2020. Deze neerwaartse beweging zette zich versterkt door in 2022, met een verdere daling van 64,18% ten opzichte van 2021. Ondanks deze significante afname bleef de kasstroom uit operaties in 2022 positief met €1.589.544.

Een opvallend aspect in Coolblue's kasstroomtabel is de aanzienlijke discrepantie tussen de kasstroom uit operaties en de vrije kasstroom ter beschikking van de onderneming. Deze kloof wordt voornamelijk veroorzaakt door substantiële investeringen in materiële vaste activa. In 2020 bereikte deze investering een hoogtepunt met €5.004.531, wat resulteerde in een negatieve vrije kasstroom ter beschikking van de onderneming van €202.774 voor dat jaar.

Wat betreft financieringsactiviteiten valt op dat Coolblue in 2020, het jaar waarin de vrije kasstroom ter beschikking van de onderneming negatief was (-€202.774), een schuld op meer dan één jaar heeft aangegaan ter waarde van €197.954. Dit suggereert dat Coolblue deze financiering heeft aangewend om het tekort in de vrije kasstroom te compenseren, mogelijk om de grote investeringen in dat jaar te ondersteunen.

### **Electro Depot**

De kasstroomtabel van Electro Depot over de periode 2019-2022 vertoont overeenkomsten met die van Coolblue, met name wat betreft de positieve kasstromen uit operaties. In het coronajaar 2020 is een opvallende stijging zichtbaar: de kasstroom uit operaties steeg van €1.734.634 in 2019 naar €2.269.252 in 2020, een toename van 30,82%. Deze positieve trend zette zich voort in 2021, met een verdere stijging van de kasstroom uit operaties tot €2.528.813, een toename van 11,44% ten opzichte van 2020. Echter, in 2022 is er een daling waarneembaar in de kasstroom uit operaties tot €2.051.807, wat neerkomt op een afname van 18,86% vergeleken met het voorgaande jaar.

Net als bij Coolblue wordt een aanzienlijk deel van de kasstroom uit operaties aangewend voor investeringen, voornamelijk in materiële vaste activa. Er zijn ook kleinere investeringen in immateriële vaste activa zichtbaar. De investeringen in materiële vaste activa zijn het hoogst in

2021, wat ertoe heeft geleid dat de vrije kasstroom ter beschikking van de onderneming in dat jaar negatief werd, vergelijkbaar met wat in 2020 zichtbaar was bij Coolblue.

Een opmerkelijk aspect in de kasstroomtabel van Electro Depot is de drastische daling van de financiële kosten van het vreemd vermogen. Tussen 2019 en 2020 daalden deze kosten van €188.812 naar €2.444, een afname van 98,71%. Deze dalende trend zet zich in mindere mate voort in de daaropvolgende jaren.

In tegenstelling tot Coolblue keert Electro Depot een deel van de winst uit. Er is echter een dalende trend waarneembaar in deze uitkeringen, mogelijk gerelateerd aan de eveneens dalende trend in de winst van het boekjaar sinds het coronajaar 2020. De winstuitkeringen dalen van €250.831 in 2020 naar €29.351 in 2022.

### **Krëfel**

Het kasstroomtabel van Krëfel toont duidelijke fluctuaties, met name een uitzonderlijk hoge kasstroom uit operaties in het coronajaar 2020, gevolgd door een sterke daling tot een negatieve kasstroom uit operaties in 2021. Dit grote verschil is voornamelijk te verklaren door de impact van de verandering in de nettobedrijfskapitaalbehoefte op de kasstroom uit operaties. De nettobedrijfskapitaalbehoefte wordt berekend door de vlottende bedrijfsactiva (zoals voorraden en vorderingen op ten hoogste één jaar) te verminderen met het operationeel vreemd vermogen op korte termijn (zoals handelsschulden en overige schulden op ten hoogste één jaar). Hierbij is het belangrijk op te merken dat niet de absolute waarde van de nettobedrijfskapitaalbehoefte aan het einde van het jaar wordt beschouwd, maar de verandering ervan ten opzichte van het begin van het jaar. Waar deze verandering in 2020 een positieve invloed had op de kasstroom uit operaties voor €36.107.853, had het in 2021 een negatieve impact van €33.722.422. In 2022 herstelt de kasstroom uit operaties zich, wat een positieve evolutie aangeeft.

Krëfel investeert voornamelijk in materiële en immateriële vaste activa. In tegenstelling tot Coolblue en Electro Depot investeert Krëfel ook in financiële vaste activa, hoewel deze investeringen door de jaren heen afnemen en er in 2022 zelfs sprake is van een desinvestering in financiële vaste activa.

Wat betreft het financieel vreemd vermogen valt op dat Krëfel financiële kosten betaalt en schulden op korte en lange termijn aflost. Alleen in 2021 is er sprake van een kasinstroom door het aangaan van nieuwe schulden. In de overige jaren zijn er voornamelijk kasuitstromen voor terugbetalingen.

Opmerkelijk is de grote winstuitkering die Krëfel in 2020 doet. Hoewel dit een negatieve impact heeft op de kasstroom, is de vrije kasstroom ter beschikking van de houders van het eigen vermogen groot genoeg om deze uitkering te laten plaatsvinden. Er blijft zelfs een positieve totale kasstroom uit operaties, investeringen en financiering over.

Uit het kasstroomtabel kan duidelijk worden afgeleid dat 2020 vanuit liquiditeitsoogpunt het beste jaar was voor Krëfel. In 2021 was de situatie echter anders. De vrije kasstroom ter beschikking van de houders van het eigen vermogen was negatief, logischerwijs omdat de kasstroom uit operaties al negatief was. Desondanks heeft Krëfel ook in 2021 een winstuitkering gedaan. Deze

factoren hebben gezamenlijk geresulteerd in een zeer ongunstige totale kasstroom uit operaties, investeringen en financiering in 2021.

### **Vanden Borre**

Vanden Borre, het laatste bedrijf in deze analyse, vertoont ook een consistent positieve kasstroom uit operaties over de geanalyseerde periode, maar met aanzienlijke verschillen tussen de jaren. Net als bij de andere onderzochte bedrijven is er in 2020 een stijging te zien in de kasstroom uit operaties, maar bij Vanden Borre is deze stijging buitengewoon groot. De kasstroom uit operaties steeg van €1.531.699 in 2019 naar €128.684.071 in 2020, een enorme toename van 8301,39%. Net als bij Krëfel is dit grote verschil voornamelijk te verklaren door de impact van de verandering in de nettobedrijfskapitaalbehoefte op de kasstroom uit operaties.

Na deze uitzonderlijke piek in 2020 is echter een dalende trend waarneembaar bij Vanden Borre. In 2021 daalde de kasstroom uit operaties met 58,15% ten opzichte van 2020. Deze neerwaartse beweging zette zich versterkt door in 2022, met een verdere daling van 97,92% ten opzichte van 2021. Ondanks deze significante afname bleef de kasstroom uit operaties in 2022 positief met €1.116.743. Het is echter belangrijk op te merken dat dit lager is dan de kasstroom uit operaties in 2019 (situatie voor het coronavirus).

Wat betreft investeringen volgt Vanden Borre een vergelijkbaar patroon als de andere geanalyseerde bedrijven, met een focus op investeringen in materiële vaste activa. Opvallend is dat de investeringen in materiële vaste activa elk jaar ongeveer even groot zijn, met een dip in 2020. Dit suggereert een consistent investeringsbeleid, ondanks de fluctuaties in de operationele kasstroom. Een uniek aspect in de kasstroomtabel van Vanden Borre is de plotselinge stijging van de vorderingen op meer dan één jaar in 2022, met een bedrag van 50 miljoen euro. Dit heeft een aanzienlijke negatieve invloed op de vrije kasstroom ter beschikking van de onderneming.

Net als Krëfel doet Vanden Borre in 2020, het jaar waarin de kasstroom uit operaties een top bereikte, een substantiële winstuitkering. De vrije kasstroom ter beschikking van het eigen vermogen wordt bijna volledig uitgekeerd. In tegenstelling tot Krëfel doet Vanden Borre in de daaropvolgende jaren geen verdere winstuitkeringen.

### **Conclusie**

De analyse van de kasstroomtabellen van Coolblue, Electro Depot, Krëfel en Vanden Borre onthult enkele belangrijke gemeenschappelijke kenmerken over de periode 2019-2022. Een opvallend patroon is dat elk van deze bedrijven over het algemeen een positieve kasstroom uit operaties genereert, met als enige uitzondering Krëfel in 2021. Dit duidt op het vermogen om inkomsten te genereren uit de kernactiviteiten, wat een positief teken is.

De impact van de COVID-19 pandemie is duidelijk zichtbaar in de kasstroompatronen van alle vier de bedrijven. In het coronajaar 2020 vertoonden alle ondernemingen een significante toename in hun kasstroom uit operaties in vergelijking met 2019. Voor de meerderheid van de bedrijven bereikte de kasstroom uit operaties in 2020 zelfs zijn hoogste punt binnen de geanalyseerde periode. Na deze opmerkelijke piek in 2020 is echter een algemene dalende trend waarneembaar in de kasstromen uit operaties. In 2022 hadden zelfs drie van de vier geanalyseerde bedrijven kasstromen uit operaties die lager was dan in 2019 (pre-COVID-niveau).

## 4.3 Ratioanalyse

### 4.3.1 Liquiditeit

Liquiditeit verwijst naar het vermogen van een onderneming om haar verplichtingen op korte termijn na te komen. Het betreft de mate waarin een bedrijf in staat is om snel kasmiddelen vrij te maken of activa om te zetten in cash om kortlopende schulden af te lossen (Claessens & Van den Brande, n.d.; Drake & Fabozzi, 2012; Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014). Bij de beoordeling van liquiditeit wordt er dus niet alleen gekeken naar de beschikbare kasmiddelen, maar ook naar de snelheid waarmee andere activa in cash kunnen worden omgezet. Hierbij worden met name ook vlottende activa zoals vorderingen, geldbeleggingen en voorraden in beschouwing genomen (Lessambo, 2022).

Een goede liquiditeitspositie is cruciaal voor het voortbestaan van een onderneming op korte termijn. Het stelt een bedrijf in staat om niet alleen aan directe financiële verplichtingen te voldoen, maar ook om te profiteren van gunstige zakelijke kansen. Daarentegen kan een gebrek aan liquiditeit leiden tot ernstige problemen, waaronder gedwongen verkoop van activa, beschadiging van relaties met stakeholders en in het ergste geval faillissement (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

#### 4.3.1.1 Nettobedrijfskapitaal

Het nettobedrijfskapitaal, ook bekend als (net) working capital, is een cruciale maatstaf voor de liquiditeit van een onderneming. Het geeft inzicht in het vermogen van een bedrijf om aan zijn verplichtingen op korte termijn te voldoen aan de hand van de beperkte vlottende activa (Claessens & Van den Brande, n.d.; Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

|                         |                                                                |
|-------------------------|----------------------------------------------------------------|
| Nettobedrijfskapitaal = | (Beperkte) vlottende activa – vreemd vermogen op korte termijn |
| Nettobedrijfskapitaal = | ( 29/58  -  29 ) - ( 42/48  +  492/3 )                         |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

De beperkte vlottende activa vertegenwoordigen de middelen die binnen een jaar in liquiditeiten kunnen worden omgezet. Het vreemd vermogen op korte termijn omvat de verplichtingen die binnen dezelfde periode moeten worden voldaan (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014). Een positief nettobedrijfskapitaal duidt erop dat een onderneming voldoende beperkte vlottende activa heeft om haar betalingsverplichtingen op korte termijn te voldoen, terwijl een negatief nettobedrijfskapitaal wijst op mogelijke liquiditeitsproblemen (Claessens & Van den Brande, n.d.; Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017).

Tabel 6: Nettobedrijfskapitaal

| Nettobedrijfskapitaal | 2019        | 2020       | 2021       | 2022       |
|-----------------------|-------------|------------|------------|------------|
| Coolblue              | 6.872.190   | 4.832.845  | 3.844.916  | 5.934.576  |
| Electro Depot         | -3.796.343  | -2.528.819 | -2.360.426 | -1.332.889 |
| Kréfel                | 44.992.054  | 29.147.376 | 33.063.733 | 30.895.842 |
| Vanden Borre          | 140.606.177 | 30.491.439 | -7.179.480 | 1.946.226  |

Het nettobedrijfskapitaal van de vier geanalyseerde bedrijven in de periode tussen 2019 en 2022 vertoont opmerkelijke verschillen. Coolblue en Krëfel onderscheiden zich door een consistent positief nettobedrijfskapitaal gedurende de gehele periode. Deze stabiele situatie duidt op een gezonde financiële buffer, waarbij de beperkte vlottende activa steeds voldoende zijn om het vreemd vermogen op korte termijn te dekken. Dit suggereert dat beide ondernemingen goed gepositioneerd zijn om aan hun verplichtingen op korte termijn te voldoen, wat vanuit liquiditeitsoogpunt als gunstig kan worden beschouwd.

Vanden Borre daarentegen laat een meer volatiele ontwikkeling zien. In 2019 startte het bedrijf met een uitzonderlijk hoog positief nettobedrijfskapitaal van €140.606.177. Echter, in het coronajaar 2020 vond er een drastische daling plaats naar €30.491.439, wat neerkomt op een afname van 78,31%. Deze scherpe daling is voornamelijk toe te schrijven aan een significante vermindering van de beperkte vlottende activa, met name in de categorie overige vorderingen. De situatie verslechterde verder in 2021, toen het nettobedrijfskapitaal voor het eerst negatief werd (-€7.179.480). Dit werd voornamelijk veroorzaakt door een verdere afname van de beperkte vlottende activa, gecombineerd met een toename van het vreemd vermogen op korte termijn (handelsschulden). Positief is echter dat Vanden Borre in 2022 een herstel laat zien, met een terugkeer naar een positief nettobedrijfskapitaal van €1.946.226. Deze ontwikkeling wijst op een verbetering van de liquiditeitspositie en het vermogen om verplichtingen op korte termijn na te komen.

Electro Depot vertoont steeds een negatief nettobedrijfskapitaal. Dit duidt erop dat de beperkte vlottende activa ontoereikend zijn om het vreemd vermogen op korte termijn te dekken, wat potentiële liquiditeitsproblemen suggereert. Desondanks is er een duidelijke positieve trend waarneembaar. Het negatieve nettobedrijfskapitaal is geleidelijk verbeterd van -€3.796.343 in 2019 naar -€1.332.889 in 2022. Hoewel de situatie nog steeds suboptimaal is vanuit liquiditeitsoogpunt, wijst deze progressieve verbetering op een gestage versterking van de liquiditeitspositie van Electro Depot.

#### 4.3.1.2 Current ratio en quick ratio

Er kunnen ook twee liquiditeitsratio's worden afgeleid uit het nettobedrijfskapitaal. De current ratio is de eerste hiervan. In tegenstelling tot het nettobedrijfskapitaal, dat wordt uitgedrukt als een verschil, presenteert de current ratio dezelfde componenten in een breukvorm. Deze ratio geeft dus, net zoals het nettobedrijfskapitaal, inzicht in de mate waarin een onderneming in staat is om haar verplichtingen op korte termijn te voldoen met haar beperkte vlottende activa (Claessens & Van den Brande, n.d.; Drake & Fabozzi, 2012; Ooghe et al., 2017; Palepu et al., 2022; Subramanyam, 2014).

|                 |                                                                                      |
|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| Current ratio = | $\frac{\text{(Beperkte) vlottende activa}}{\text{Vreemd vermogen op korte termijn}}$ |
| Current ratio = | $\frac{ 29/58  -  29 }{ 42/48  +  492/3 }$                                           |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

De interpretatie van de current ratio hangt af van zijn waarde ten opzichte van 1. Een current ratio groter dan 1 duidt op een positief nettobedrijfskapitaal, wat betekent dat de beperkte vlottende activa de kortlopende verplichtingen overtreffen en wijst op een gezonde liquiditeitspositie op korte termijn. Daarentegen impliceert een current ratio kleiner dan 1 een negatief nettobedrijfskapitaal. Dit betekent dat de vlottende activa ontoereikend zijn om alle kortlopende verplichtingen te dekken, wat kan duiden op potentiële liquiditeitsproblemen (Ooghe et al., 2017; Palepu et al., 2022; Subramanyam, 2014).

De quick ratio is de tweede liquiditeitsratio die kan worden afgeleid uit het nettobedrijfskapitaal. Hoewel ondernemingen dezelfde current ratio kunnen hebben, kan de ene onderneming meer liquide zijn dan de andere, omdat de samenstelling van de beperkte vlottende activa verschillend is. Vorderingen op ten hoogste één jaar, geldbeleggingen en liquide middelen worden beschouwd als de meest liquide elementen van de beperkte vlottende activa, omdat zij in tegenstelling tot voorraden, bestellingen in uitvoering en overlopende rekeningen sneller in liquide middelen kunnen worden omgezet en meer zekerheid bieden over de te realiseren prijs (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017).

Om de minst liquide elementen te elimineren, wordt de current ratio aangepast tot de quick ratio of acid test ratio. Deze strengere maatstaf richt zich op de meest liquide activa, waarbij voorraden en overlopende rekeningen buiten beschouwing blijven. Op deze manier wordt duidelijk of een bedrijf zijn schulden op korte termijn kan voldoen met zijn meest liquide activa (Claessens & Van den Brande, n.d.; Drake & Fabozzi, 2012; Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017; Palepu et al., 2022; Subramanyam, 2014).

|               |                                                                                                                                                 |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Quick ratio = | $\frac{\text{Vorderingen op ten hoogste één jaar} + \text{geldbeleggingen} + \text{liquide middelen}}{\text{Schulden op ten hoogste één jaar}}$ |
| Quick ratio = | $\frac{ 40/41  +  50/53  +  54/58 }{ 42/48 }$                                                                                                   |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

Net als bij de current ratio wordt een waarde groter dan 1 doorgaans als gunstig beschouwd en kan een te hoge waarde duiden op inefficiënt middelengebruik, wat de rendabiliteit kan beïnvloeden (Claessens & Van den Brande, n.d.; Drake & Fabozzi, 2012).

*Tabel 7: Current ratio*

| Current ratio | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------|------|------|------|------|
| Coolblue      | 1,31 | 1,32 | 1,17 | 1,24 |
| Electro Depot | 0,69 | 0,84 | 0,83 | 0,91 |
| Kréfel        | 1,59 | 1,25 | 1,34 | 1,34 |
| Vanden Borre  | 1,94 | 1,21 | 0,95 | 1,01 |

Tabel 8: Quick ratio

| Quick ratio   | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------|------|------|------|------|
| Coolblue      | 1,19 | 1,04 | 0,90 | 1,03 |
| Electro Depot | 0,16 | 0,42 | 0,17 | 0,25 |
| Kréfel        | 0,49 | 0,54 | 0,38 | 0,41 |
| Vanden Borre  | 1,80 | 0,88 | 0,52 | 0,58 |

Een current ratio groter dan 1 duidt op een positief nettobedrijfskapitaal, terwijl een current ratio kleiner dan 1 duidt op een negatief nettobedrijfskapitaal. Aangezien de current ratio dezelfde betekenis heeft als het nettobedrijfskapitaal en dit in de voorgaande sectie uitvoerig is besproken, is het nu interessanter om eerder de quick ratio verder te analyseren. Deze ratio biedt namelijk verder inzicht in de liquiditeitstoestand van de onderzochte bedrijven.

De quick ratio van Coolblue is bijna altijd groter dan 1, terwijl dit bij Vanden Borre enkel in 2019 het geval is. Dit betekent dat in deze jaren de meest liquide elementen van de beperkte vlottende activa voldoende zijn om de schulden op ten hoogste één jaar te betalen. Dit is een gunstige situatie voor de liquiditeit, omdat het aantoont dat de beperkte vlottende activa, naast minder liquide elementen (voorraden, bestellingen in uitvoering, overlopende rekeningen), ook voldoende zijn samengesteld uit meer liquide elementen (geldbeleggingen, liquide activa en vorderingen op ten hoogste één jaar).

De quick ratio van Vanden Borre daalt onder 1 in 2020, 2021 en 2022. Bij Electro Depot en Kréfel is de quick ratio steeds kleiner dan 1 tussen 2019 en 2022. Voor Electro Depot is dit logisch, gezien de current ratio van Electro Depot steeds kleiner was dan 1. Dit was echter niet het geval voor Kréfel: ondanks een current ratio groter dan 1, heeft Kréfel steeds een quick ratio kleiner dan 1. Dit is uiteraard niet optimaal, maar aangezien de current ratio in deze jaren altijd groter is dan 1, betekent dit niet onmiddellijk dat de liquiditeitspositie slecht is. De liquiditeitspositie is nog steeds voldoende, maar de beperkte vlottende activa bestaan voornamelijk uit minder liquide elementen (voornamelijk voorraden).

Er is dus een groot verschil te zien tussen de current ratio en quick ratio bij Kréfel, maar dit is ook op te merken bij Vanden Borre en Electro Depot. In feite is het zeer logisch dat de quick ratio kleiner is dan de current ratio in deze context. Dit komt doordat bij de berekening van de quick ratio voorraden buiten beschouwing worden gelaten. Voor retailers spelen voorraden een cruciale rol en vertegenwoordigen ze vaak een groot deel van de beperkte vlottende activa. Het weglaten van voorraden bij de berekening van de quick ratio verklaart dus waarom deze aanzienlijk lager uitvalt dan de current ratio.

Coolblue vormt hier een interessante uitzondering op. Het verschil tussen de current ratio en quick ratio is relatief klein bij Coolblue. Dit kan verklaard worden door het efficiënte voorraadbeheer van Coolblue. Coolblue hanteert een strategie van snelle voorraadrotatie, waarbij ze minder grote voorraden aanhouden en vertrouwen op snelle aanvulling van de voorraden indien nodig. Hierdoor vormen voorraden een kleiner deel van de beperkte vlottende activa, wat het geringe verschil tussen de current ratio en quick ratio verklaart.

#### 4.3.1.3 Voorraadrotatie en aantal dagen voorraad

De voorraadrotatie geeft aan hoe vaak de voorraad van een bedrijf wordt verkocht gedurende een bepaalde periode (Claessens & Van den Brande, n.d.; Drake & Fabozzi, 2012; Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014). Tijdens het berekenen van de voorraadrotatie is het belangrijk om de kostprijs van de verkopen te gebruiken en niet de omzet, omdat de voorraden op de balans ook tegen kostprijs worden gewaardeerd (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

|                   |                                                               |
|-------------------|---------------------------------------------------------------|
| Voorraadrotatie = | $\frac{\text{Kostprijs van de verkopen}}{\text{Voorraden}}$   |
| Voorraadrotatie = | $\frac{ 60/66A  -  66A  - <71> -  72  -  740  -  9125 }{ 3 }$ |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

Een hogere voorraadrotatie wijst doorgaans op een betere liquiditeit van de voorraden en kan het resultaat zijn van een dynamisch commercieel beleid en efficiënt voorraadbeheer. Het suggereert dat het bedrijf in staat is om zijn voorraad snel om te zetten in verkopen. Echter, een te hoge rotatie kan ook duiden op een te laag voorraadmiveau, wat kan leiden tot voorraadtekorten en mogelijke problemen met klanttevredenheid (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017).

Aan de andere kant kan een lage voorraadrotatie wijzen op overmatige of verouderde voorraden, wat de liquiditeit negatief beïnvloedt. Het kan ook een teken zijn van niet-competitieve producten of een zwakke vraag (Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

Het aantal dagen voorraad geeft aan hoelang het gemiddeld duurt voordat de voorraad wordt verkocht (Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014). Een lager aantal dagen is meestal wenselijk, omdat het suggereert dat het bedrijf zijn voorraad sneller kan omzetten in verkopen (Subramanyam, 2014). Echter vereist deze interpretatie, net zoals bij de voorraadrotatie, nuancering: een te laag aantal dagen voorraad kan leiden tot tekorten, terwijl een te hoog aantal dagen voorraad kan wijzen op verouderde voorraad, niet-competitieve producten of een zwakke vraag.

|                         |                                                                       |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| Aantal dagen voorraad = | $\frac{\text{Voorraden}}{\text{Kostprijs van de verkopen} / 365}$     |
| Aantal dagen voorraad = | $\frac{ 3 }{( 60/66A  -  66A  - <71> -  72  -  740  -  9125 ) / 365}$ |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)



Tabel 9: Voorraadrotatie

| Voorraadrotatie | 2019   | 2020   | 2021  | 2022  |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| Coolblue        | 153,13 | 135,59 | 81,95 | 91,76 |
| Electro Depot   | 9,46   | 10,30  | 9,62  | 9,36  |
| Krëfel          | 5,00   | 5,75   | 5,53  | 5,67  |
| Vanden Borre    | 6,28   | 7,91   | 7,40  | 7,32  |

Tabel 10: Aantal dagen voorraad

| Aantal dagen voorraad | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Coolblue              | 2,38  | 2,69  | 4,45  | 3,98  |
| Electro Depot         | 38,59 | 35,45 | 37,92 | 38,98 |
| Krëfel                | 73,01 | 63,52 | 66,05 | 64,37 |
| Vanden Borre          | 58,08 | 46,12 | 49,32 | 49,84 |

Bij de analyse van de voorraadrotatie en het aantal dagen voorraad vallen twee zaken onmiddellijk op: de extreem snelle voorraadrotatie van Coolblue, resulterend in een laag aantal dagen voorraad, en de relatief tragere voorraadrotatie van Krëfel, wat zich vertaalt in een langer aantal dagen voorraad.

Krëfel heeft steeds het hoogste aantal dagen voorraad van alle onderzochte bedrijven. Een verklaring hiervoor kan het productaanbod van Krëfel zijn, dat naast consumentenelektronica ook keukens omvat (Krëfel keukens). Hoewel Vanden Borre ook keukens aanbiedt (Vanden Borre Kitchen), gebeurt dit via een afzonderlijke vennootschap en franchises, waardoor het effect hiervan niet zichtbaar is in de jaarrekening van Vanden Borre. Bij Krëfel daarentegen worden de verkoop en voorraad van keukens wel verwerkt binnen dezelfde vennootschap, waardoor deze gegevens wel zijn opgenomen in de geanalyseerde jaarrekening. Aangezien keukens doorgaans een langere voorraadtijd hebben dan elektronica-producten, kan dit de tragere voorraadrotatie van Krëfel verklaren.

Coolblue onderscheidt zich met een aanzienlijk snellere voorraadrotatie en bijgevolg een significant lager aantal dagen voorraad in vergelijking met zijn concurrenten, en dit in elk onderzocht jaar. Hoewel een laag aantal dagen voorraad vanuit liquiditeitsoogpunt wenselijk is, kan een te laag niveau problematisch zijn. Zoals aangehaald bestaat namelijk het risico dat dit leidt tot voorraadtekorten en problemen op het vlak van klanttevredenheid. Klanttevredenheid staat hoog in het vaandel bij Coolblue, en het bedrijf erkent dat het voorraadbeleid, hoewel gunstig voor de liquiditeit, ook risico's met zich meebrengt. Het jaarverslag van Coolblue illustreert deze genuanceerde benadering (*Coolblue yearbook 2023, 2024*):

"We use algorithms that calculate the expected sales patterns every day, which we align our purchasing activities to. This way, we can order the optimal number of products at all times and closely monitor our stock health."

Opvallend is dat tijdens het coronajaar 2020 alle bedrijven, behalve Coolblue (die al een kort aantal dagen voorraad had), een daling in het aantal dagen voorraad zagen. Dit zou kunnen

worden toegeschreven aan een verschuiving naar online verkoop en een verhoogde vraag naar elektronica door thuiswerken en online onderwijs, wat mogelijks leidde tot een snellere voorraadrotatie.

#### 4.3.1.4 Aantal dagen klantenkrediet en leverancierskrediet

Het aantal dagen klantenkrediet geeft inzicht in de gemiddelde tijd die verstrijkt tussen het moment van verkoop en het moment waarop de klant daadwerkelijk betaalt (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

|                               |                                                                                                   |
|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aantal dagen klantenkrediet = | $\frac{\text{Handelsvorderingen op ten hoogste één jaar}}{\text{Verkopen (inclusief btw) / 365}}$ |
| Aantal dagen klantenkrediet = | $\frac{ 40 }{( 70  +  74  -  740  +  9146 ) / 365}$                                               |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

Een laag aantal dagen klantenkrediet wijst op een sterkere liquiditeitspositie, aangezien het bedrijf zijn vorderingen relatief snel int. Daarentegen kan een hoog aantal dagen klantenkrediet wijzen op een soepel kredietbeleid, maar ook op inefficiënte inning, betalingsachterstanden of financiële problemen bij klanten (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

Het aantal dagen leverancierskrediet geeft aan hoe lang een bedrijf gemiddeld wacht met het betalen van zijn leveranciers (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

|                                    |                                                                                               |
|------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aantal dagen leverancierskrediet = | $\frac{\text{Handelsschulden op ten hoogste één jaar}}{\text{Inkopen (inclusief btw) / 365}}$ |
| Aantal dagen leverancierskrediet = | $\frac{ 44 }{( 600/8  +  61  +  9145 ) / 365}$                                                |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

Een hoog aantal dagen kan duiden op een sterke onderhandelingspositie of vertrouwen van leveranciers, maar ook op liquiditeitsproblemen (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017).

Over het algemeen wordt leverancierskrediet gezien als een goedkope vorm van financiering. Een langere betalingstermijn aan leveranciers betekent dat het bedrijf langer gebruik kan maken van het kapitaal van zijn leveranciers (Claessens & Van den Brande, n.d.; Subramanyam, 2014). Het is daarom nuttig om het aantal dagen leverancierskrediet te vergelijken met het aantal dagen klantenkrediet. Als het leverancierskrediet langer is dan het klantenkrediet, kan het bedrijf financiering putten uit de aan- en verkoopcyclus. In het omgekeerde geval ontstaat er mogelijk een financieringsbehoefte (Claessens & Van den Brande, n.d.).

Tabel 11: Aantal dagen klantenkrediet

| Aantal dagen klantenkrediet | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Coolblue                    | 6,02  | 2,98  | 2,92  | 2,63  |
| Electro Depot               | 0,21  | 0,20  | 0,39  | 0,56  |
| Krëfel                      | 16,94 | 18,10 | 17,97 | 18,04 |
| Vanden Borre                | 6,59  | 13,32 | 11,55 | 14,19 |

Tabel 12: Aantal dagen leverancierskrediet

| Aantal dagen leverancierskrediet | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Coolblue                         | 6,13  | 1,36  | 1,36  | 1,28  |
| Electro Depot                    | 25,34 | 26,39 | 11,50 | 13,33 |
| Krëfel                           | 42,56 | 41,85 | 38,04 | 32,66 |
| Vanden Borre                     | 77,81 | 65,89 | 64,08 | 69,76 |

Coolblue, Electro Depot, Krëfel en Vanden Borre verkopen voornamelijk aan eindconsumenten. Aangezien eindconsumenten doorgaans weinig tot geen betalingsuitstel krijgen, is de verwachting dat het aantal dagen klantenkrediet relatief kort zal zijn.

Coolblue en Electro Depot bevestigen deze verwachting met een zeer laag aantal dagen klantenkrediet, wat duidt op snelle betalingen door klanten. Krëfel en Vanden Borre daarentegen tonen een langer klantenkrediet. Bij Krëfel schommelt dit consistent tussen 17 en 18 dagen gedurende de hele periode. Vanden Borre had het laagste aantal dagen klantenkrediet in 2019, maar in het coronajaar 2020 steeg dit aanzienlijk en in de daaropvolgende jaren is dit ongeveer gelijk gebleven.

Er is dus een duidelijk verschil zichtbaar tussen het lage aantal dagen klantenkrediet van Coolblue en Electro Depot enerzijds, en het iets hogere aantal dagen klantenkrediet van Krëfel en Vanden Borre anderzijds. Een mogelijke verklaring voor dit verschil zou kunnen zijn dat Krëfel en Vanden Borre verkoop op afbetaling aanbieden, een optie die Coolblue en Electro Depot niet aanbieden.

Het aantal dagen leverancierskrediet is duidelijk anders verdeeld tussen de verschillende concurrenten. Coolblue onderscheidt zich door een extreem kort leverancierskrediet, gevolgd door Electro Depot, dat sinds 2021 zijn betalingstermijnen aan leveranciers heeft verkort. Krëfel vertoont een duidelijke trend naar snellere betalingen aan leveranciers, van gemiddeld 43 dagen in 2019 naar ongeveer 33 dagen eind 2022.

Vanden Borre valt op door een aanzienlijk langer aantal dagen leverancierskrediet. In 2019 bedroeg het aantal dagen leverancierskrediet ongeveer 2,5 maanden. In het coronajaar 2020 is het aantal dagen leverancierskrediet afgenomen naar iets meer dan 2 maanden en vervolgens is het ongeveer stabiel gebleven. Zoals aangehaald kan een lang aantal dagen leverancierskrediet wijzen op ofwel liquiditeitsproblemen ofwel een sterke onderhandelingspositie/leveranciersvertrouwen.

Gezien de positie van Vanden Borre in de sector en de relatief gezonde liquiditeit, is een sterke onderhandelingspositie of leveranciersvertrouwen een plausibele verklaring.

Zoals aangehaald is het bij afwezigheid van liquiditeitsproblemen gunstig voor een bedrijf om een langere betalingstermijn aan leveranciers te hebben dan het zelf aan klanten biedt. Wanneer het leverancierskrediet de duur van het klantenkrediet overschrijdt, kan een bedrijf immers financiering putten uit de aan- en verkoopcyclus. Dit stelt het bedrijf in staat om effectief gebruik te maken van het kapitaal van zijn leveranciers voor de financiering van de eigen activiteiten.

Van de onderzochte bedrijven maken Electro Depot, Krēfel en Vanden Borre duidelijk gebruik van deze strategie. Bij elk van deze ondernemingen overschrijdt het aantal dagen leverancierskrediet het aantal dagen klantenkrediet, waardoor zij effectief financiering kunnen putten uit hun aan- en verkoopcyclus.

Coolblue vormt hierop een opvallende uitzondering, omdat het een extreem kort leverancierskrediet heeft. Dit suggereert dat Coolblue zijn leveranciers vrijwel direct betaalt, wat in principe ruimte laat om meer leverancierskrediet te vragen. Deze benadering past echter mogelijk binnen het unieke voorraadbeleid van Coolblue. Zoals eerder besproken, hanteert Coolblue een afwijkend voorraadbeleid met kleinere voorraden en een snellere rotatie in vergelijking met zijn concurrenten. De praktijk van snelle betalingen aan leveranciers zou dus hierbij een belangrijke rol kunnen spelen.

### **4.3.2 Solvabiliteit**

De kern van solvabiliteit ligt in de balans tussen eigen vermogen en vreemd vermogen binnen de kapitaalstructuur van een onderneming (Claessens & Van den Brande, n.d.; Drake & Fabozzi, 2012; Subramanyam, 2014). Een gunstige solvabiliteitspositie, gekenmerkt door een hoger aandeel eigen vermogen, wordt doorgaans geïnterpreteerd als een teken van financiële gezondheid en stabiliteit. Dit komt doordat het bedrijf minder afhankelijk is van externe financiering en daardoor een lager risico loopt op financiële problemen (Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

Om de solvabiliteit te evalueren, worden doorgaans schuldgraad- en dekkingsratio's gebruikt (Ooghe et al., 2017). In tegenstelling tot liquiditeitsratio's, die zich richten op betalingsverplichtingen op korte termijn, beoordelen solvabiliteitsratio's eerder de capaciteit van een onderneming om haar verplichtingen op lange termijn na te komen (Claessens & Van den Brande, n.d.; Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017).

Voor crediteuren is de solvabiliteit van een onderneming een cruciale factor in het beoordelen van de kredietwaardigheid. Een sterkere solvabiliteitspositie wordt geassocieerd met een lagere kans op wanbetaling en een financieel gezonder bedrijf op de lange termijn. Kredietverstrekkers beschermen zich vaak tegen insolventierisico's door het opnemen van convenanten in leningsovereenkomsten, waarbij specifieke financiële ratio's en voorwaarden worden vastgelegd (Lessambo, 2022; Subramanyam, 2014).

#### 4.3.2.1 Algemene schuldgraad en financiële onafhankelijkheidsgraad

De algemene schuldgraad is het percentage van het totaal vermogen dat gefinancierd wordt met vreemd vermogen:

|                            |                                                         |
|----------------------------|---------------------------------------------------------|
| Algemene schuldgraad (%) = | $\frac{\text{Vreemd vermogen}}{\text{Totaal vermogen}}$ |
| Algemene schuldgraad (%) = | $\frac{ 16  +  17/49 }{ 10/49 }$                        |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

De financiële onafhankelijkheidsgraad geeft het percentage van het totaal vermogen weer dat gefinancierd wordt met eigen vermogen:

|                                          |                                                        |
|------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| Financiële onafhankelijkheidsgraad (%) = | $\frac{\text{Eigen vermogen}}{\text{Totaal vermogen}}$ |
| Financiële onafhankelijkheidsgraad (%) = | $\frac{<10/15>}{ 10/49 }$                              |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

Aangezien het totaal vermogen de som is van het eigen en vreemd vermogen, is de som van deze twee ratio's altijd 100%. De verhouding tussen deze ratio's biedt inzicht in de kapitaalstructuur van een onderneming.

De algemene schuldgraad en financiële onafhankelijkheidsgraad fungeren ook als een indicator van het financiële risico van een onderneming. Een hogere schuldgraad impliceert een groter financieel risico, aangezien dit gepaard gaat met hogere financiële verplichtingen (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017). Drake en Fabozzi (2012) benadrukken dat de keuze van kapitaalstructuur financieel risico kan toevoegen bovenop het inherente bedrijfsrisico. Bovendien biedt een hogere financiële onafhankelijkheidsgraad schuldeisers meer bescherming, doordat er een grotere financiële buffer in de vorm van eigen vermogen aanwezig is (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017). Vanuit solvabiliteitsstandpunt wordt doorgaans een algemene schuldgraad tussen 60% en 75% en een financiële onafhankelijkheidsgraad tussen 25% en 40% als gezond beschouwd (Claessens & Van den Brande, n.d.).

Tabel 13: Algemene schuldgraad

| Algemene schuldgraad (%) | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Coolblue                 | 68,83% | 56,85% | 63,00% | 62,55% |
| Electro Depot            | 92,99% | 87,45% | 80,70% | 80,93% |
| Kréfel                   | 52,20% | 69,68% | 63,46% | 62,15% |
| Vanden Borre             | 50,54% | 79,96% | 76,36% | 72,98% |

Tabel 14: Financiële onafhankelijkheidsgraad

| Financiële onafhankelijkheidsgraad (%) | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Coolblue                               | 31,17% | 43,15% | 37,00% | 37,45% |
| Electro Depot                          | 7,01%  | 12,55% | 19,30% | 19,07% |
| Kréfel                                 | 47,80% | 30,32% | 36,54% | 37,85% |
| Vanden Borre                           | 49,46% | 20,04% | 23,64% | 27,02% |

Coolblue vertoont een uitstekende financiële onafhankelijkheidsgraad gedurende alle vier de jaren, wat vanuit solvabiliteitsstandpunt zeer positief is. In 2020 is er een sterke stijging waarneembaar in de financiële onafhankelijkheidsgraad. Dit is voornamelijk te danken aan een overgedragen winst van €1.701.750 waardoor het eigen vermogen toeneemt, en een sterke afname van de schulden op ten hoogste één jaar met €6.983.397 waardoor het vreemd vermogen afneemt.

In 2021 daalt de financiële onafhankelijkheidsgraad van Coolblue ondanks een winst van €1.612.475 die wordt overgedragen. Dit komt door een aanzienlijke toename van de belastingschulden, die stijgen van €297.089 naar €10.852.774 (+1394,93%). Dit leidt tot een toename van het vreemd vermogen en bijgevolg van de algemene schuldgraad. In 2022 blijven de algemene schuldgraad en de financiële onafhankelijkheidsgraad ongeveer gelijk aan die van 2021.

De graad van financiële onafhankelijkheid van Electro Depot vertoont een positieve evolutie tussen 2019 en 2021. Dit betekent dat het aandeel van het eigen vermogen in het totaal vermogen toeneemt, terwijl dat van het vreemd vermogen afneemt. Deze gezonde evolutie is voornamelijk te danken aan de winsten tussen 2019 en 2021 die worden overgedragen, zodat overgedragen verliezen uit voorgaande jaren worden aangezuiverd. Het aanhouden van de winsten in de onderneming heeft dus een gunstige invloed gehad op de solvabiliteit van Electro Depot.

In 2022 blijft de situatie van Electro Depot ongeveer gelijk aan die van 2021. Er wordt opnieuw een winst gerealiseerd die bijna volledig wordt overgedragen, wat leidt tot een stijging van het eigen vermogen (+6,52%). Tegelijkertijd stijgt het vreemd vermogen ongeveer in gelijke mate (+8,15%), waardoor de algemene schuldgraad en financiële onafhankelijkheidsgraad ongeveer stabiel blijft.

Ondanks deze positieve evolutie blijft de financiële onafhankelijkheidsgraad van Electro Depot onder het aanbevolen niveau van 25%. Er wordt nog steeds veel gebruik gemaakt van vreemd vermogen, wat resulteert in een hoger financieel risico in vergelijking met de concurrenten.

Net als Coolblue vertoont Kréfel een zeer gezonde financiële onafhankelijkheidsgraad in de periode tussen 2019 en 2022. In 2020 is er echter een sterke daling zichtbaar in de financiële onafhankelijkheidsgraad. Deze daling wordt veroorzaakt door een forse toename van het vreemd vermogen (+52,99%) en een sterke afname van het eigen vermogen (-27,31%). De daling van het eigen vermogen is het gevolg van een onttrekking uit de beschikbare reserves en een bijna volledige uitkering van zowel de overgedragen winsten als de winst van 2020. Ondanks deze daling blijft de financiële onafhankelijkheidsgraad nog op een gezond niveau in 2020.

In 2021 stijgt de graad van financiële onafhankelijkheid weer door een toename van het eigen vermogen (+11,98%) en een afname van het vreemd vermogen (-15,36%). In 2022 blijft de situatie grotendeels gelijk aan 2021.

Wat Vanden Borre betreft, valt de enorme daling van de financiële onafhankelijkheidsgraad in 2020 sterk op. Deze daling van de financiële onafhankelijkheidsratio is te wijten aan het feit dat de overgedragen winsten van vorige jaren, die voor €126.549.410 in het eigen vermogen waren opgenomen, volledig worden uitgekeerd in 2020. Hierdoor daalt het eigen vermogen aanzienlijk (-74,78%), waardoor de financiële onafhankelijkheidsgraad sterk daalt tot onder het aanbevolen niveau van 25%.

In 2021 en 2022 stijgt de financiële onafhankelijkheidsgraad van Vanden Borre weer. Het eigen vermogen groeit sneller dan het vreemd vermogen door winsten die worden overgedragen, waardoor het bedrijf vanuit solvabiliteitsoogpunt terugkeert naar een gezond niveau.

Ten slotte is het ook opmerkelijk dat voor alle onderzochte bedrijven de algemene schuldgraad en financiële onafhankelijkheidsgraad van 2022 vergelijkbaar is met die van 2021.

#### 4.3.2.2 Zelffinancieringsgraad

De zelffinancieringsgraad toont aan in welke mate een bedrijf in staat is geweest om eigen middelen te genereren voor verdere bedrijfsfinanciering. Deze ratio is dus vergelijkbaar met de financiële onafhankelijkheidsgraad, maar bij de berekening worden de reserves en de overgedragen winst (of verlies) in plaats van het eigen vermogen gerelateerd aan het totaal vermogen. Net zoals bij de financiële onafhankelijkheidsgraad wordt een hogere zelffinancieringsgraad geassocieerd met een lager financieel risico (Claessens & Van den Brande, n.d.).

|                              |                                                                                 |
|------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| Zelffinancieringsgraad (%) = | $\frac{\text{Reserves + overgedragen winst (verlies)}}{\text{Totaal vermogen}}$ |
| Zelffinancieringsgraad (%) = | $\frac{ 13  + <14>}{ 10/49 }$                                                   |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

Wanneer de formule van de zelffinancieringsgraad nader wordt bekeken, dan wordt duidelijk dat deze ratio ook als indicator dient voor:

- Historische winstgevendheid: naarmate een bedrijf winstgevender is, stijgt de buffer gevormd door reserves en overgedragen winsten, wat leidt tot een hogere zelffinancieringsgraad (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017).
- Dividend- en reserveringspolitiek: bedrijven die een kleiner deel van hun winst uitkeren, bouwen meer reserves en overgedragen winsten op, wat resulteert in een hogere zelffinancieringsgraad (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017).
- Leeftijd van de onderneming: oudere, winstgevende bedrijven hebben vaak hogere reserves en overgedragen winsten opgebouwd dan jonge, minder rendabele

ondernemingen, wat zich vertaalt in een hogere zelffinancieringsgraad (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017).

- Indicator van bedrijfsfaling: falende bedrijven hebben vaak een lage zelffinancieringsgraad. Dit komt doordat ze veelal verliezen lijden, wat resulteert in overgedragen verliezen of afnemende reserves (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017).

*Tabel 15: Zelffinancieringsgraad*

| <b>Zelffinancieringsgraad (%)</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Coolblue                          | 30,98%      | 42,92%      | 36,83%      | 37,29%      |
| Electro Depot                     | -39,57%     | -22,31%     | -15,55%     | -13,25%     |
| Krëfel                            | 44,27%      | 27,24%      | 33,22%      | 34,31%      |
| Vanden Borre                      | 42,07%      | 8,16%       | 12,91%      | 16,68%      |

De zelffinancieringsgraad van de onderzochte bedrijven vertoont ongeveer dezelfde trend als de financiële onafhankelijkheidsgraad. Dit is in principe ook logisch, want uit de analyse van de financiële onafhankelijkheidsgraad bleek dat vooral de overgedragen winsten (en in sommige gevallen de reserves) de grootste veranderingen binnen het eigen vermogen vertoonden. Aangezien deze twee componenten - overgedragen winsten en reserves - specifiek gebruikt worden bij de berekening van de zelffinancieringsgraad, is het logisch dat we hier een vergelijkbare positieve evolutie waarnemen als bij de financiële onafhankelijkheidsgraad.

De zelffinancieringsgraad van Electro Depot vertoont een positieve evolutie tussen 2019 en 2022, maar blijft desondanks in elk onderzocht jaar negatief. De hoofdoorzaak hiervan is een aanzienlijk overgedragen verlies van ongeveer €6.391.574 aan het begin van 2019, opgebouwd in voorgaande jaren. Hoewel het bedrijf in de periode 2019-2022 jaarlijks winst boekte, werd deze voornamelijk aangewend om het eerder opgebouwde overgedragen verlies aan te zuiveren. Deze winsten bleken echter ontoereikend om het initiële verlies volledig weg te werken. Het ontbreken van andere reserves in deze periode droeg verder bij aan het negatief blijven van de zelffinancieringsgraad.

Zoals eerder aangehaald, fungeert de zelffinancieringsgraad als een indicator voor de leeftijd van een onderneming. Oudere, winstgevende ondernemingen vertonen doorgaans een hogere zelffinancieringsgraad in vergelijking met relatief jonge bedrijven die pas rendabel beginnen te worden. Dit principe wordt in de huidige analyse duidelijk geïllustreerd. In vergelijking met de andere onderzochte bedrijven is Electro Depot nog een relatief nieuwe speler op de Belgische markt (actief sinds 2015). Als jong bedrijf heeft Electro Depot, zoals vaak het geval is bij nieuwe ondernemingen, initiële verliezen geleden en overgedragen. Dit verklaart de aanvankelijk lage zelffinancieringsgraad. De recente jaarrekeningen tonen echter aan dat het bedrijf geleidelijk winstgevender wordt, wat zich vertaalt in een geleidelijke verbetering van de zelffinancieringsgraad.



#### 4.3.2.3 Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT

De dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT meet de mate waarin een bedrijf in staat is om zijn rentelasten te dragen door zijn EBIT. De uitkomst van deze ratio geeft dus aan hoeveel keer een bedrijf zijn rentelasten kan dekken met zijn EBIT (Claessens & Van den Brande, n.d.; Drake & Fabozzi, 2012; Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017; Subramanyam, 2014).

|                                           |                                                                           |
|-------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| Dekking van financiële kosten door EBIT = | $\frac{\text{EBIT}}{\text{Financiële kosten van het vreemd vermogen}}$    |
| Dekking van financiële kosten door EBIT = | $\frac{<9904> +  9134  +  650  +  653  -  9126 }{ 650  +  653  -  9126 }$ |

Bron: (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017)

Een dekkingsratio boven de 1 is gunstig. Het geeft aan dat het bedrijf niet alleen zijn rentelasten kan betalen, maar ook een marge heeft voor winstuitkering aan aandeelhouders (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017).

Een dekkingsratio van 1 betekent dat de EBIT precies voldoende is om de rentelasten te betalen. In dit geval blijft er echter niets over voor de aandeelhouders (Claessens & Van den Brande, n.d.).

Een ratio onder de 1 duidt op onvoldoende EBIT om de rentelasten te dragen, wat kan wijzen op financiële problemen (Claessens & Van den Brande, n.d.; Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017).

Lessambo (2022) stelt dat een ratio onder 1,5 al vragen kan oproepen over het vermogen van een bedrijf om aan zijn renteverplichtingen te voldoen. Aan de andere kant kan een zeer hoge ratio suggereren dat een bedrijf te voorzichtig is en kansen mist om zijn winst te vergroten door gebruik te maken van hefboomwerking.

Tabel 16: Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT

| Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT | 2019   | 2020   | 2021     | 2022       |
|--------------------------------------------------------------------|--------|--------|----------|------------|
| Coolblue                                                           | 227,09 | 87,69  | 128,66   | 111,74     |
| Electro Depot                                                      | 3,36   | 755,91 | 1.976,27 | 1.468,58   |
| Krëfel                                                             | 43,38  | 91,70  | 26,17    | -3,43      |
| Vanden Borre                                                       | 725,28 | 936,19 | 529,17   | 630.565,38 |

De analyse van de dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT voor Coolblue, Electro Depot, Krëfel en Vanden Borre over de periode 2019-2022 toont overwegend positieve resultaten. Met uitzondering van Krëfel in 2022, is de EBIT van alle onderzochte bedrijven ruimschoots voldoende om de financiële kosten van het vreemd vermogen te dekken.

Coolblue, Electro Depot en Vanden Borre vertonen consistent sterke dekkingsratio's, vaak ver boven de kritieke waarde van 1. Dit impliceert dat deze bedrijven niet alleen in staat zijn hun rentelasten te betalen, maar ook een aanzienlijke marge overhouden voor winstuitkering aan aandeelhouders en potentiële uitbreiding van hun activiteiten.

Zoals aangehaald doet een opvallende uitzondering zich voor bij Kréfel in 2022. In dit jaar vertoont Kréfel een negatieve dekkingsratio van -3,43, veroorzaakt door een negatieve EBIT van € - 1.296.351. Een ratio onder 1, en zeker een negatieve ratio, is een significant signaal dat het bedrijf onvoldoende winst genereert om zijn rentelasten te dragen. In de voorgaande jaren presteerde Kréfel wel positief, met ratio's variërend van 26,17 tot 91,70.

De extreem hoge ratio's bij sommige bedrijven in bepaalde jaren suggereren mogelijk dat deze ondernemingen kansen laten liggen om via hefboomwerking hun winst te vergroten. Een gebalanceerde aanpak, met voldoende dekking maar ook slim gebruik van vreemd vermogen, kan beter zijn voor groei op lange termijn en waardecreatie.

### **4.3.3 Rendabiliteit**

Rendabiliteit is een belangrijke maatstaf binnen de financiële analyse die inzicht geeft in het vermogen van een onderneming om winst te genereren uit haar activiteiten (Lessambo, 2022). Bij het beoordelen van rendabiliteit worden de behaalde resultaten afgezet tegen de middelen die zijn ingezet om deze resultaten te realiseren. Het is dus vanzelfsprekend dat kosten en opbrengsten een centrale rol spelen. Het is belangrijk te begrijpen dat, volgens het boekhoudkundige principe van periodotoerekening, alle kosten en opbrengsten worden geregistreerd in de periode waarin ze daadwerkelijk plaatsvinden, ongeacht wanneer de daadwerkelijke kasstromen (ontvangsten en betalingen) plaatsvinden. Dit zorgt voor een accuraat beeld van de financiële prestaties van de onderneming over een specifieke tijdspanne (Claessens & Van den Brande, n.d.; Ooghe et al., 2017).

Een aanhoudend negatieve rendabiliteit wijst erop dat een onderneming niet in staat is om uit haar opbrengsten alle kosten te dekken. Dit kan op de lange termijn ernstige gevolgen hebben (Claessens & Van den Brande, n.d.).

#### **4.3.3.1 Het DuPont-model**

De rendabiliteit van het eigen vermogen (return on equity, ROE) is een essentiële financiële indicator die veelvuldig wordt gebruikt om de rendabiliteit van een onderneming te evalueren. Deze ratio, uitgedrukt als de procentuele verhouding tussen de winst (verlies) van het boekjaar na belastingen en het eigen vermogen, toont aan hoeveel euro winst een onderneming genereert voor elke euro aan eigen vermogen. Hierdoor biedt de ROE inzicht in de efficiëntie waarmee een bedrijf het geïnvesteerde kapitaal van aandeelhouders benut om winst te genereren (Drake & Fabozzi, 2012; Lessambo, 2022; Ooghe et al., 2017; Palepu et al., 2022).

Voor een diepgaander begrip van de ROE is het zinvol deze te ontleden middels het DuPont-model. Dit analytische raamwerk toont aan dat de ROE het product is van twee fundamentele componenten:

1. De rendabiliteit van de activa (return on assets, ROA)
2. De financiële hefboom (equity multiplier)

Deze benadering maakt het mogelijk de onderliggende factoren die de rendabiliteit beïnvloeden nauwkeuriger te identificeren en te analyseren (Lessambo, 2022; Palepu et al., 2022).

## 1. Rendabiliteit van de activa (ROA)

De rendabiliteit van de activa of het totaal vermogen (ROA) kwantificeert de winstgevendheid in relatie tot de totale activa van de onderneming. Deze ratio toont hoeveel winst (verlies) na belastingen een onderneming genereert voor iedere euro die in activa is geïnvesteerd. Een hogere ROA impliceert dat een onderneming in staat is om met dezelfde hoeveelheid activa meer winst te realiseren dan concurrenten met een lagere ROA. De ROA is dus een indicator van zowel winstgevendheid als operationele efficiëntie (Drake & Fabozzi, 2012; Lessambo, 2022; Palepu et al., 2022).

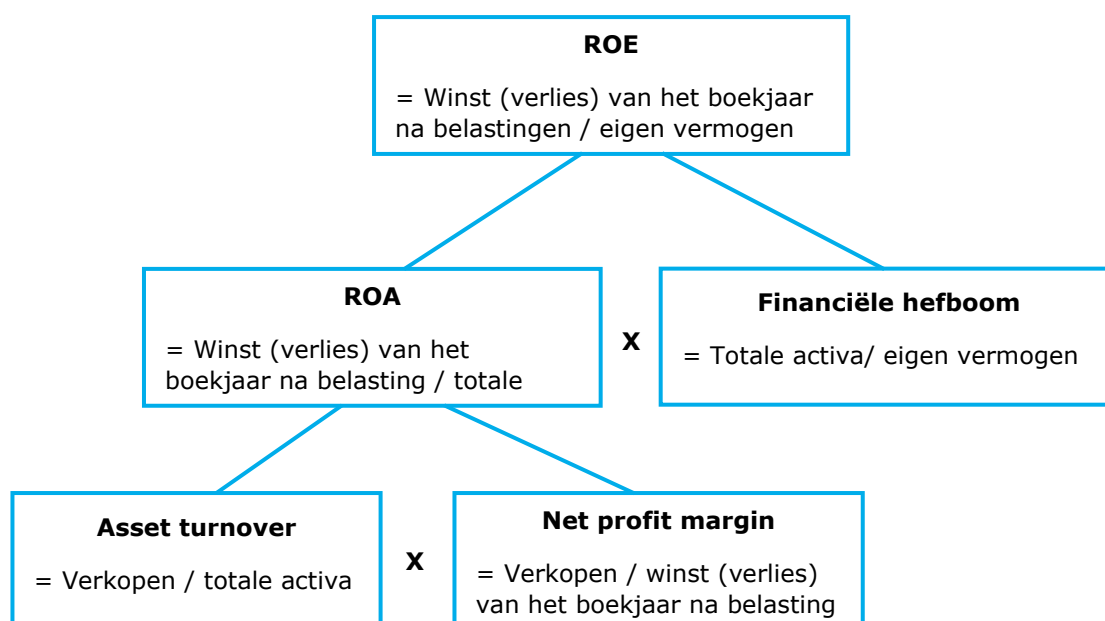
De ROA kan verder worden opgesplitst in twee onderliggende componenten:

- a) **Net profit margin:** Deze ratio geeft aan hoeveel winst (verlies) na belastingen een onderneming genereert voor iedere euro verkoop. De net profit margin fungeert dus als indicator van winstgevendheid. Hierbij is het belangrijk op te merken dat de verkopen niet alleen de omzet (70-rekening) omvatten, maar ook andere recurrente bedrijfsopbrengsten (74-rekening). De inclusie van de recurrente opbrengsten zorgt voor een meer omvattend beeld van de verkopen (Ooghe et al., 2017; Palepu et al., 2022).
- b) **Asset turnover:** Deze ratio geeft aan hoeveel euro verkoop een bedrijf kan genereren voor elke euro geïnvesteerd in activa. De asset turnover toont dus aan hoe efficiënt een bedrijf zijn activa gebruikt om verkopen te genereren en dient als indicator van operationele efficiëntie (Drake & Fabozzi, 2012; Lessambo, 2022; Palepu et al., 2022).

## 2. Financiële hefboom

De financiële hefboom, het tweede hoofdelement in het DuPont-model, wordt uitgedrukt als de verhouding tussen de totale activa en het eigen vermogen. Deze component belicht de kapitaalstructuur van de onderneming en laat zien in welke mate de activiteiten worden gefinancierd met eigen vermogen. Een hogere financiële hefboom impliceert dat een groter deel van de activiteiten gefinancierd wordt door andere bronnen dan eigen vermogen. Dit kan de ROE potentieel verhogen, maar brengt ook additionele risico's met zich mee. Het is dus cruciaal te begrijpen dat een verhoging van de ROE niet uitsluitend het gevolg hoeft te zijn van verbeterde winstgevendheid of operationele efficiëntie, maar ook kan voortvloeien uit veranderingen in de kapitaalstructuur als gevolg van een toename in de schuldgraad. Deze strategie gaat echter gepaard met verhoogde financiële risico's (Drake & Fabozzi, 2012; Lessambo, 2022; Palepu et al., 2022).

Samenvattend kan de ROE worden uitgedrukt als het product van de ROA en de financiële hefboom, of meer gedetailleerd als het product van de net profit margin, de asset turnover en de financiële hefboom. Dit laat zien hoe de winstgevendheid, operationele efficiëntie en kapitaalstructuur gezamenlijk de winstgevendheid van het eigen vermogen beïnvloeden. Een bedrijf kan zijn ROE verhogen door één van deze componenten te verbeteren (ceteris paribus). Echter, elke benadering brengt zijn eigen uitdagingen en risico's met zich mee.



Figuur 6: Het DuPont-model

Tabel 17: Toepassing van het DuPont-model

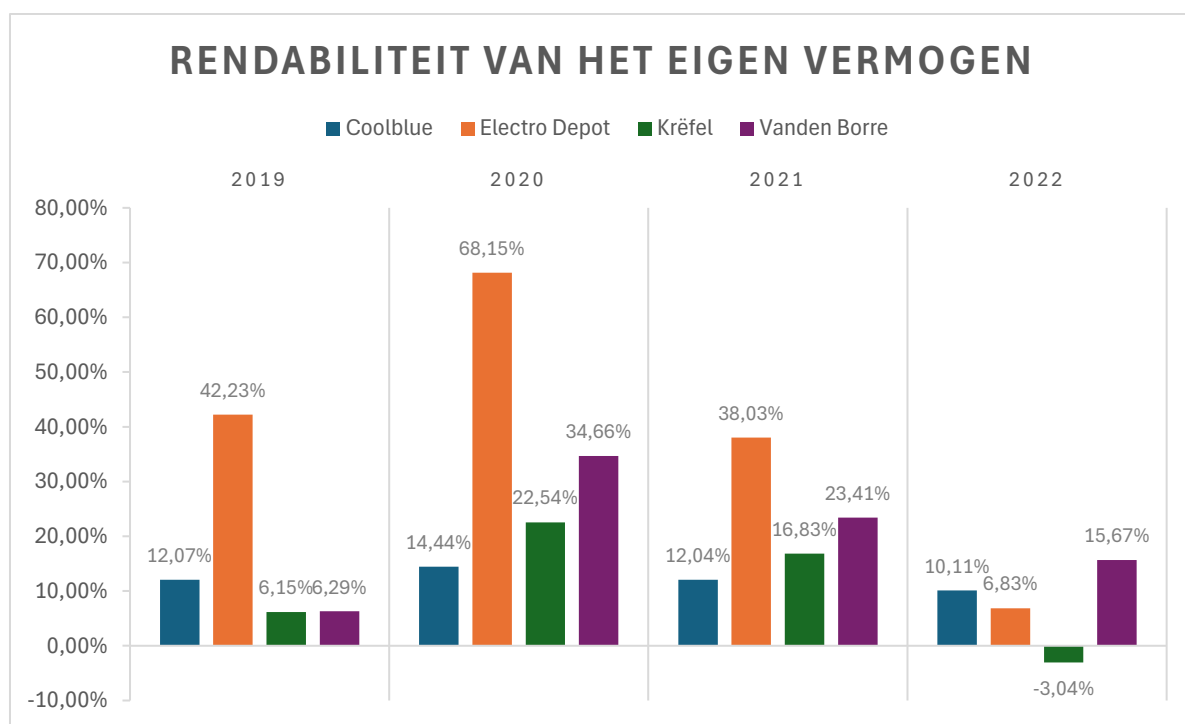
|                                  | Codes             | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|----------------------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Coolblue</b>                  |                   |               |               |               |               |
| Winst (verlies) van het boekjaar | <9904>            | 1.216.641     | 1.701.750     | 1.612.475     | 1.507.050     |
| ÷ Verkopen                       | 70  +  74  -  740 | 373.399.565   | 552.593.407   | 564.028.703   | 537.631.152   |
| = Net profit margin              |                   | 0,33%         | 0,31%         | 0,29%         | 0,28%         |
| Verkopen                         | 70  +  74  -  740 | 373.399.565   | 552.593.407   | 564.028.703   | 537.631.152   |
| ÷ Totale activa                  | 20/58             | 32.349.373    | 27.314.225    | 36.214.833    | 39.803.767    |
| = Asset turnover                 |                   | 11,54         | 20,23         | 15,57         | 13,51         |
| Totale activa                    | 20/58             | 32.349.373    | 27.314.225    | 36.214.833    | 39.803.767    |
| ÷ Eigen vermogen                 | <10/15>           | 10.083.888    | 11.785.638    | 13.398.113    | 14.905.163    |
| = Equity multiplier              |                   | 3,21          | 2,32          | 2,70          | 2,67          |
| Net profit margin                |                   | 0,33%         | 0,31%         | 0,29%         | 0,28%         |
| x Asset turnover                 |                   | 11,54         | 20,23         | 15,57         | 13,51         |
| = ROA                            |                   | 3,76%         | 6,23%         | 4,45%         | 3,79%         |
| x Equity multiplier              |                   | 3,21          | 2,32          | 2,70          | 2,67          |
| <b>=ROE</b>                      |                   | <b>12,07%</b> | <b>14,44%</b> | <b>12,04%</b> | <b>10,11%</b> |
| <b>Electro Depot</b>             |                   |               |               |               |               |
| Winst (verlies) van het boekjaar | <9904>            | 444.780       | 1.717.086     | 1.474.601     | 282.253       |
| ÷ Verkopen                       | 70  +  74  -  740 | 65.757.566    | 84.909.151    | 99.006.207    | 105.994.619   |
| = Net profit margin              |                   | 0,68%         | 2,02%         | 1,49%         | 0,27%         |
| Verkopen                         | 70  +  74  -  740 | 65.757.566    | 84.909.151    | 99.006.207    | 105.994.619   |
| ÷ Totale activa                  | 20/58             | 15.030.397    | 20.083.320    | 20.085.525    | 21.660.228    |
| = Asset turnover                 |                   | 4,37          | 4,23          | 4,93          | 4,89          |
| Totale activa                    | 20/58             | 15.030.397    | 20.083.320    | 20.085.525    | 21.660.228    |
| ÷ Eigen vermogen                 | <10/15>           | 1.053.206     | 2.519.461     | 3.877.327     | 4.130.229     |
| = Equity multiplier              |                   | 14,27         | 7,97          | 5,18          | 5,24          |
| Net profit margin                |                   | 0,68%         | 2,02%         | 1,49%         | 0,27%         |
| x Asset turnover                 |                   | 4,37          | 4,23          | 4,93          | 4,89          |
| = ROA                            |                   | 2,96%         | 8,55%         | 7,34%         | 1,30%         |
| x Equity multiplier              |                   | 14,27         | 7,97          | 5,18          | 5,24          |
| <b>=ROE</b>                      |                   | <b>42,23%</b> | <b>68,15%</b> | <b>38,03%</b> | <b>6,83%</b>  |

### Krëfel

|                                             |                              |                            |                            |                            |                            |
|---------------------------------------------|------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Winst (verlies) van het boekjaar ÷ Verkopen | <9904><br> 70  +  74  -  740 | 4.412.378<br>310.824.866   | 11.762.531<br>470.239.103  | 9.833.791<br>511.044.333   | -1.724.138<br>450.286.124  |
| = Net profit margin                         |                              | 1,42%                      | 2,50%                      | 1,92%                      | -0,38%                     |
| Verkopen ÷ Totale activa                    | 70  +  74  -  740 <br> 20/58 | 310.824.866<br>150.157.553 | 470.239.103<br>172.089.460 | 511.044.333<br>159.909.029 | 450.286.124<br>149.809.295 |
| = Asset turnover                            |                              | 2,07                       | 2,73                       | 3,20                       | 3,01                       |
| Totale activa ÷ Eigen vermogen              | 20/58 <br><10/15>            | 150.157.553<br>71.778.724  | 172.089.460<br>52.174.431  | 159.909.029<br>58.423.177  | 149.809.295<br>56.699.038  |
| = Equity multiplier                         |                              | 2,09                       | 3,30                       | 2,74                       | 2,64                       |
| Net profit margin x Asset turnover          |                              | 1,42%<br>2,07              | 2,50%<br>2,73              | 1,92%<br>3,20              | -0,38%<br>3,01             |
| = ROA                                       |                              | 2,94%                      | 6,84%                      | 6,15%                      | -1,15%                     |
| x Equity multiplier                         |                              | 2,09                       | 3,30                       | 2,74                       | 2,64                       |
| = ROE                                       |                              | 6,15%                      | 22,54%                     | 16,83%                     | -3,04%                     |

### Vanden Borre

|                                             |                              |                            |                            |                            |                            |
|---------------------------------------------|------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Winst (verlies) van het boekjaar ÷ Verkopen | <9904><br> 70  +  74  -  740 | 9.523.234<br>450.878.803   | 13.245.099<br>500.816.330  | 11.682.592<br>544.796.734  | 9.272.160<br>525.755.625   |
| = Net profit margin                         |                              | 2,11%                      | 2,64%                      | 2,14%                      | 1,76%                      |
| Verkopen ÷ Totale activa                    | 70  +  74  -  740 <br> 20/58 | 450.878.803<br>306.337.220 | 500.816.330<br>190.731.836 | 544.796.734<br>211.067.644 | 525.755.625<br>218.984.321 |
| = Asset turnover                            |                              | 1,47                       | 2,63                       | 2,58                       | 2,40                       |
| Totale activa ÷ Eigen vermogen              | 20/58 <br><10/15>            | 306.337.220<br>151.519.271 | 190.731.836<br>38.214.959  | 211.067.644<br>49.897.551  | 218.984.321<br>59.169.712  |
| = Equity multiplier                         |                              | 2,02                       | 4,99                       | 4,23                       | 3,70                       |
| Net profit margin x Asset turnover          |                              | 2,11%<br>1,47              | 2,64%<br>2,63              | 2,14%<br>2,58              | 1,76%<br>2,40              |
| = ROA                                       |                              | 3,11%                      | 6,94%                      | 5,53%                      | 4,23%                      |
| x Equity multiplier                         |                              | 1,26                       | 4,99                       | 4,23                       | 3,70                       |
| = ROE                                       |                              | 6,29%                      | 34,66%                     | 23,41%                     | 15,67%                     |



Figuur 7: Evolutie van de rendabiliteit van het eigen vermogen

Coolblue, dat een differentiatiestrategie volgt, vertoont opvallend genoeg de laagste net profit margin over de hele periode, variërend van 0,33% in 2019 tot 0,28% in 2022. Dit is in tegenstelling tot wat men zou verwachten bij een differentiatiestrategie, die doorgaans geassocieerd wordt met hogere marges. Deze lage marges wijzen er op dat Coolblue hoge operationele kosten heeft. De hoge asset turnover van Coolblue, die piekte op 20,23 in 2020, compenseert echter deels de lage winstmarges en draagt bij aan een relatief stabiele ROE. De ROE van Coolblue steeg van 12,07% in 2019 naar 14,44% in 2020, maar daalde daarna tot 10,11% in 2022. In vergelijking met de andere bedrijven is de ROE van Coolblue het meest stabiel.

Electro Depot, dat een kostenleiderschapsstrategie hanteert, vertoont een interessante ontwikkeling. De net profit margin van Electro Depot piekte in het coronajaar 2020 op 2,02%, een sterke stijging ten opzichte van 0,68% in 2019. Echter, ondanks toenemende verkopen in 2021 en 2022, daalde steeds de winst en daarmee de net profit margin. Deze marges zijn over het algemeen lager dan die van Krëfel en Vanden Borre, wat in lijn is met Electro Depot's kostenleiderschapsstrategie. Bovendien is het zo dat er verwacht wordt dat bedrijven die deze strategie volgen een hogere asset turnover hebben. In vergelijking met Krëfel en Vanden Borre is dit inderdaad altijd het geval. De asset turnover bleef relatief stabiel rond 4,5, wat aangeeft dat de verkopen en totale activa ongeveer in gelijke mate groeiden.

Voor de financiële hefboom vertoonde Electro Depot een dalende trend, van 14,27 in 2019 naar 5,24 in 2022. Deze daling is voornamelijk toe te schrijven aan een sterke groei van het eigen vermogen. Zoals ook eerder aangehaald had Electro Depot in het begin van 2019 overgedragen verliezen die het eigen vermogen negatief beïnvloedde. Door de winsten tussen 2019 en 2022 die werden overgedragen, werden deze verliezen aangezuiverd, wat resulteerde in een sterkere groei van het eigen vermogen ten opzichte van het totaal vermogen. De hoge asset turnover (rond 4,5) en hoge financiële hefboom droegen bij aan de ROE van Electro Depot die tussen 2019 en 2021 aanzienlijk hoger was dan die van de concurrenten.

Krëfel en Vanden Borre vertonen vergelijkbare patronen in net profit margins en asset turnover. Hun net profit margins zijn over het algemeen hoger dan die van Electro Depot, terwijl hun asset turnovers lager zijn. Dit is in lijn met hun strategische positionering, die elementen van zowel differentiatie als kostenleiderschap combineert.

De ROE van Krëfel steeg van 6,15% in 2019 naar 22,54% in 2020, maar daalde vervolgens tot een negatieve waarde van -3,04% in 2022. Deze schommelingen kunnen worden verklaard door de onderliggende componenten van de ROE te analyseren.

In 2020 verbeterden zowel de Return on Assets (ROA) als de financiële hefboom aanzienlijk. De ROA nam toe dankzij een hogere net profit margin - een groter deel van de gestegen verkopen bleef over als winst - en een verbeterde asset turnover. Tegelijkertijd steeg de financiële hefboom door een toename in schulden en een daling van het eigen vermogen als gevolg van de uitkering van overgedragen winsten. De daaropvolgende jaren zagen echter een omkering van deze trend. In 2021 daalde de ROA, voornamelijk door een afname van de net profit margin. Ondanks stijgende verkopen nam de winst af, wat resulteerde in een net profit margin van 1,92%. De

situatie verslechterde verder in 2022, toen Krëfel een verlies leed, wat leidde tot een negatieve net profit margin en ROA.

De financiële hefboom vertoonde een soortgelijk patroon. Na de piek in 2020 daalde deze in de volgende jaren. Dit was het gevolg van het toevoegen van gerealiseerde winsten aan het eigen vermogen en het terugbetalen van schulden.

De ROE van Vanden Borre steeg aanzienlijk van 6,29% in 2019 naar een indrukwekkende 34,66% in 2020. Hoewel de ROE in de daaropvolgende jaren daalde, bleef deze met 15,67% in 2022 de hoogste van alle onderzochte ondernemingen.

Deze prestatie kan worden toegeschreven aan verschillende factoren. In 2020 zag Vanden Borre een sterke toename in zowel zijn net profit margin als asset turnover. De net profit margin steeg doordat een groter deel van de toegenomen verkopen als winst overbleef. Tegelijkertijd verbeterde de asset turnover, wat resulteerde in een aanzienlijke stijging van de ROA. In 2021 daalde de ROA echter. Ondanks verdere omzetgroei in 2021, nam de winst af, wat leidde tot een lagere net profit margin. De asset turnover vertoonde eveneens een lichte daling. Deze trend zette zich voort in 2022, waardoor de ROA verder daalde.

De financiële hefboom van Vanden Borre vertoonde een interessant patroon. In 2020 was er een sterke stijging, ondanks een daling in totale activa. Dit was het gevolg van een aanzienlijke daling in het eigen vermogen, veroorzaakt door de uitkering van de overgedragen winsten. In de daaropvolgende jaren daalde de financiële hefboom weer, voornamelijk doordat gerealiseerde winsten werden overgedragen en dus werden toegevoegd aan het eigen vermogen.

Een significante observatie is de duidelijke stijging van de ROA en ROE voor alle vier de ondernemingen in 2020. Voor Coolblue steeg de ROE van 12,07% in 2019 naar 14,44% in 2020. Electro Depot zag een nog sterkere stijging, van 42,23% naar 68,15%. Krëfel's ROE steeg van 6,15% naar 22,54%, terwijl Vanden Borre een toename noteerde van 6,29% naar 34,66%. Deze cijfers suggereren dat de pandemie een positieve invloed heeft gehad op de winstgevendheid van deze elektronica-detailhandelaren.

Deze stijging was echter niet blijvend. In 2021 en 2022 daalde de ROA en ROE voor alle ondernemingen. In 2022 was de ROA en ROE voor alle ondernemingen, met uitzondering van Vanden Borre, zelfs gedaald tot onder het pre-crisisniveau van 2019. Dit wijst op uitdagingen in het handhaven van de winstgevendheid na de initiële boost tijdens de pandemie.

Over het algemeen lijken de onderzochte bedrijven te hebben geprofiteerd van de COVID-19-pandemie in 2020, wat zich weerspiegelt in de verbeterde financiële prestaties van alle onderzochte ondernemingen. De bedrijven stonden echter voor uitdagingen om deze winstgevendheid te behouden in 2021 en 2022, wat blijkt uit de dalende trend in ROA en ROE voor alle ondernemingen.

## 5 Conclusie

### 5.1 Algemene conclusie

Deze masterproef onderzocht de vraag: "Hoe hebben de financiële posities van prominente retailers in België zich ontwikkeld vóór, tijdens en na de COVID-19-crisis?". Hiervoor werden in onderling overleg vier toonaangevende spelers in de Belgische retailmarkt van consumentenelektronica gekozen: Coolblue, Electro Depot, Krëfel en Vanden Borre. Deze bedrijven zijn in onderling overleg met de promotor geselecteerd vanwege hun prominente positie in de markt en hun verschillende strategische benaderingen. Door middel van een vergelijkende financiële analyse over de periode 2019-2022, is inzicht verkregen in de prestaties van deze bedrijven.

Wat betreft de liquiditeitspositie van de onderzochte bedrijven, kan over het algemeen een positief beeld worden geschetst. De kasstroomanalyse toonde aan dat alle vier bedrijven over het algemeen positieve kasstromen uit operaties genereerden. Dit duidt op het vermogen om inkomsten te genereren uit de kernactiviteiten, wat een positief teken is.

De impact van de COVID-19 pandemie is duidelijk zichtbaar in de kasstroompatronen van alle vier de bedrijven. In het coronajaar 2020 vertoonden alle ondernemingen een significante toename in hun kasstroom uit operaties in vergelijking met 2019. Voor de meerderheid van de bedrijven bereikte de kasstroom uit operaties in 2020 zelfs zijn hoogste punt binnen de geanalyseerde periode. Na deze opmerkelijke piek in 2020 is echter een algemene dalende trend waarneembaar. In 2022 hadden zelfs drie van de vier geanalyseerde bedrijven kasstromen uit operaties die lager was dan in 2019 (pre-COVID-niveau).

Daarnaast toonde de liquiditeitsanalyse aan dat drie van de vier onderzochte bedrijven over het algemeen een positief nettobedrijfskapitaal en dus een current ratio groter dan één hadden. Dit geeft aan dat deze bedrijven voldoende vlottende activa beschikten om aan hun verplichtingen op korte termijn te voldoen, wat vanuit liquiditeitsstandpunt goed is. Enkel Electro Depot had steeds een negatief nettobedrijfskapitaal en dus een current ratio kleiner dan één. Er was wel een duidelijke positieve evolutie zichtbaar, wat wijst op een geleidelijke verbetering van de liquiditeitspositie van Electro Depot.

De liquiditeitsanalyse toonde ook aan dat bij het merendeel van de bedrijven het aantal dagen leverancierskrediet groter was dan het aantal dagen klantenkrediet. Dit duidt erop dat de bedrijven over het algemeen financiering halen uit de aan- en verkoopcyclus. Deze situatie was te verwachten, aangezien deze bedrijven voornamelijk aan eindconsumenten verkopen. Eindconsumenten krijgen doorgaans weinig tot geen betalingsuitstel, waardoor het aantal dagen klantenkrediet relatief kort is en het aantal dagen leverancierskrediet deze doorgaans overtreft. Wat betreft de COVID-19-pandemie is er geen eenduidige impact waar te nemen op het aantal dagen klantenkrediet en leverancierskrediet.

Op het vlak van solvabiliteit toonden de meeste onderzochte bedrijven een gezonde positie. Coolblue en Krëfel vertoonden consistent een sterke financiële onafhankelijkheidsgraad, wat wijst



op een solide eigen vermogensbasis. Vanden Borre zag een significante daling in de financiële onafhankelijkheidsgraad in 2020, maar herstelde zich in de daaropvolgende jaren. Enkel Electro Depot had een te hoge algemene schuldgraad, maar het bedrijf vertoonde wel een consistente verbetering in zijn solvabiliteitspositie over de onderzochte periode. De analyse van de dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT toonde overwegend positieve resultaten. De EBIT van de onderzochte bedrijven is bijna altijd meer dan voldoende om de financiële kosten van het vreemd vermogen te dekken.

De analyse van de rendabiliteit bracht interessante inzichten aan het licht. Alle vier de bedrijven zagen een piek in hun ROA en ROE in 2020, wat de positieve impact van de COVID-19-crisis op de winstgevendheid van deze bedrijven bevestigt. Deze piek werd echter gevolgd door een algemene daling in 2021 en 2022, wat suggereert dat de initiële groei in winstgevendheid niet duurzaam was. Opvallend was dat Coolblue, ondanks zijn differentiatiestrategie, de laagste winstmarges vertoonde, maar dit compenseerde met een hoge asset turnover. Electro Depot, met zijn kostenleiderschapsstrategie, liet een volatielere maar over het algemeen hoger ROE zien dan zijn concurrenten.

Samenvattend kan gesteld worden dat de onderzochte bedrijven over het algemeen goed gepresteerd hebben tijdens de COVID-19-crisis, met verbeterde liquiditeit, stabiele solvabiliteit en een piek in rendabiliteit in 2020. De nasleep van de crisis in 2021 en 2022 bracht echter nieuwe uitdagingen met zich mee, met een algemene trend van normalisering of zelfs lichte achteruitgang in financiële prestaties.

## **5.2 Beperkingen van het onderzoek**

Er zijn echter beperkingen aan dit onderzoek. Aangezien de opzet van dit onderzoek een vergelijkende financiële analyse is, kon de focus op slechts een beperkt aantal bedrijven gelegd worden. Dit beperkt natuurlijk de generaliseerbaarheid van de bevindingen. Hoewel de geselecteerde bedrijven toonaangevende spelers zijn binnen de sector met verschillende strategieën, vertegenwoordigen ze mogelijk niet alle variaties in bedrijfsmodellen binnen de bredere Belgische retailsector.

Daarnaast is de analyse gebaseerd op jaarrekeningen, die mogelijk niet alle nuances van de bedrijfsprestaties weergeven, vooral gezien de snelle veranderingen tijdens de pandemie.

# Literatuurlijst

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of finance (New York)*, 23(4), 589-609.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Baert, D. (2021). Coronacrisis doet "Grote Recessie" verbleken: krimp in 2020 drie keer groter dan in 2009. *VRT*. <https://www.vrt.be/vrtnws/nl/2021/03/01/coronacrisis-doet-grote-recessie-verbleken-krimp-in-2020-jaar-d/>
- Balakrishnan, A., Sundaresan, S., & Zhang, B. (2014). Browse-and-Switch: Retail-Online Competition under Value Uncertainty [Article]. *Production & Operations Management*, 23(7), 1129-1145. <https://doi.org/10.1111/poms.12165>
- Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios As Predictors of Failure. *Journal of accounting research*, 4, 71-111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Beck, N., & Rygl, D. (2015). Categorization of multiple channel retailing in Multi-, Cross-, and Omni-Channel Retailing for retailers and retailing. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 27, 170-178. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2015.08.001>
- Beckers, J., Weekx, S., Beutels, P., & Verhetsel, A. (2021). COVID-19 and retail: The catalyst for e-commerce in Belgium? *Journal of Retailing and Consumer Services*, 62, 102645. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2021.102645>
- Bernstein, F., Song, J.-S., & Zheng, X. (2008). "Bricks-and-mortar" vs. "clicks-and-mortar": An equilibrium analysis. *European Journal of Operational Research*, 187(3), 671-690. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2006.04.047>
- Branson, J., Breesch, D., & Hardies, K. (2022). *Auditing* (Vijfde ed.). Die Keure. <https://go.exlibris.link/W6r1DH4k>
- Brinca, P., Duarte, J. B., & Faria-e-Castro, M. (2020). Is the COVID-19 pandemic a supply or a demand shock? <https://doi.org/10.20955/es.2020.31>
- Brynjolfsson, E., Hu, Y. J., & Rahman, M. S. (2013). Competing in the Age of Omnichannel Retailing. *MIT Sloan Management Review*, 54(4), 23-29.
- Cao, L., & Li, L. (2015). The Impact of Cross-Channel Integration on Retailers' Sales Growth. *Journal of retailing*, 91(2), 198-216. <https://doi.org/10.1016/j.jretai.2014.12.005>
- Carreras, M., & Coenders, G. (2020). Principal component analysis of financial statements: A compositional approach. *Revista de métodos cuantitativos para la economía y la empresa*, 29, 18-37. <https://doi.org/10.46661/revmetodoscuanteconempresa.3580>
- Christensen, C. M., & Tedlow, R. S. (2000). Patterns of Disruption in Retailing. 78(1), 42.
- Claessens, H., & Van den Brande, H. (n.d.). *Ratio's en balanslezen*. Retrieved from [https://claessens.be/financiele\\_analyse/uiteenzettingen/150211\\_finan\\_HC\\_01.pdf](https://claessens.be/financiele_analyse/uiteenzettingen/150211_finan_HC_01.pdf)
- Coolblue yearbook 2023. (2024). Coolblue. [https://aboutcoolblue.com/documents/34/Coolblue\\_Yearbook\\_2023\\_WlmwbyD.pdf](https://aboutcoolblue.com/documents/34/Coolblue_Yearbook_2023_WlmwbyD.pdf)
- Coppens, B., Minne, G., Piton, C., & Warisse, C. (2021). The Belgian economy in the wake of the COVID-19 shock. *NBB Economic Review*.
- De garantie van de laagste prijs!* (n.d.). Krëfel. Retrieved 29 July 2024 from <https://www.krefel.be/nl/prijs-garantie>
- Dhyne, E., & Duprez, C. (2021). Belgian firms and the COVID-19 crisis. *NBB Economic Review*.
- Diemar, E.-C. (2023). Cross Channel vs. Omnichannel: Die Vernetzung der Kanäle. <https://www.visioneleven.com/blog/crosschannel-vs-omnichannel/>
- Diensten*. (n.d.). Krëfel. <https://www.krefel.be/nl/diensten>
- Drake, P. P., & Fabozzi, F. J. (2012). *Analysis of financial statements* (Third ed.). Wiley.
- Gallino, S., & Moreno, A. (2014). Integration of Online and Offline Channels in Retail: The Impact of Sharing Reliable Inventory Availability Information. *Management science*, 60(6), 1434-1451. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1951>

- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.  
<https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Helms, M. M., Haynes, P. J., & Cappel, S. D. (1992). Competitive Strategies and Business Performance Within the Retailing Industry. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 20(5), 3. <https://doi.org/10.1108/09590559210018259>
- Herhausen, D., Binder, J., Schoegel, M., & Herrmann, A. (2015). Integrating Bricks with Clicks: Retailer-Level and Channel-Level Outcomes of Online–Offline Channel Integration. *Journal of retailing*, 91(2), 309-325. <https://doi.org/10.1016/j.jretai.2014.12.009>
- Horrigan, J. O. (1968). A Short History of Financial Ratio Analysis. *The Accounting review*, 43(2), 284-294.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.  
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Krueger, J. (2015). Omni-channel shoppers: An emerging retail reality. *Think with Google*.
- Lamb, C. W., Hair, J. F., & McDaniel, C. (2021). *MKTG: principles of marketing* (Thirteenth ed.). Cengage. <https://go.exlibris.link/yLCZm2rz>
- Lessambo, F. I. (2022). *Financial Statements Analysis, Reporting and Valuation* (Second, Ed.). Palgrave Macmillan.
- Levy, B. W., & Dhruv, G. (2023). *Retailing Management* (Eleventh ed.). McGraw Hill.
- Malliet, P., Reynès, F., Landa, G., Hamdi-Cherif, M., & Saussay, A. (2020). Assessing Short-Term and Long-Term Economic and Environmental Effects of the COVID-19 Crisis in France. *Environmental & resource economics*, 76(4), 867-883. <https://doi.org/10.1007/s10640-020-00488-z>
- Mautz, R. D., Jr., & Angell, R. J. (2006). Understanding the Basics of Financial Statement Analysis. *Commercial Lending Review*, 21(5), 27-34.
- Mbona, R. M., & Yusheng, K. (2019). Financial statement analysis: Principal component analysis (PCA) approach case study on China telecoms industry. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(2), 233-245. <https://doi.org/10.1108/AJAR-05-2019-0037>
- Mehra, A., Kumar, S., & Raju, J. S. (2018). Competitive Strategies for Brick-and-Mortar Stores to Counter “Showrooming”. *Management science*, 64(7), 3076-3090.  
<https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2764>
- Melero, I., Sese, F. J., & Verhoef, P. C. (2016). Recasting the Customer Experience in Today's Omni-channel Environment [Article]. *Universia Business Review*(50), 18-37.  
<https://doi.org/10.3232/UBR.2016.V13.N2.01>
- Miklian, J., & Hoelscher, K. (2022). SMEs and exogenous shocks: A conceptual literature review and forward research agenda. *International small business journal*, 40(2), 178-204.  
<https://doi.org/10.1177/02662426211050796>
- Morschett, D., Swoboda, B., & Schramm-Klein, H. (2006). Competitive strategies in retailing - an investigation of the applicability of Porter's framework for food retailers. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 13(4), 275-287.  
<https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2005.08.016>
- NBB. (2021). *Bbp daalde in 2020 met 6,3 %, sterkste daling sinds WO II*. Retrieved from <https://www.nbb.be/doc/dq/n/dq3/histo/nnat20iv.pdf>
- Oh, L.-B., Teo, H.-H., & Sambamurthy, V. (2012). The effects of retail channel integration through the use of information technologies on firm performance. *Journal of operations management*, 30(5), 368-381. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2012.03.001>
- Olayinka, A. A. (2022). Financial statement analysis as a tool for investment decisions and assessment of companies' performance. *International Journal of Financial, Accounting, and Management*, 4(1), 49-66. <https://doi.org/10.35912/ijfam.v4i1.852>
- Onze nieuwe Akte van Vertrouwen. (n.d.). Vanden Borre. Retrieved 29 July 2024 from <https://www.vandenborre.be/akte-van-vertrouwen>

- Ooghe, H., Vander Bauwhede, H., & Van Wymeersch, C. (2017). *Handboek financiële analyse van de onderneming: theorie en toepassing op de jaarrekening volgens Belgian GAAP en IFRS* (Vijfde ed.). Intersentia.
- Ortega, M. J. R. (2010). Competitive strategies and firm performance: Technological capabilities' moderating roles. *Journal of Business Research*, 63(12), 1273-1281.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.09.007>
- Over Krëfel. (n.d.). Krëfel. Retrieved 29 July 2024 from <https://www.krefel.be/nl/over-ons>
- Palepu, K., Healy, P. M., & Peek, E. (2022). *Business analysis and valuation: IFRS standards edition* (Sixth ed.). Cengage.
- Pentina, I., Pelton, L. E., & Hasty, R. W. (2009). Performance Implications of Online Entry Timing by Store-Based Retailers: A Longitudinal Investigation. *Journal of retailing*, 85(2), 177-193. <https://doi.org/10.1016/j.jretai.2009.04.001>
- Piette, C., & Tielens, J. (2022). How Belgian firms fared in the COVID-19 pandemic? *NBB Economic Review*.
- Piotrowicz, W., & Cuthbertson, R. (2014). Introduction to the Special Issue Information Technology in Retail: Toward Omnichannel Retailing. *International journal of electronic commerce*, 18(4), 5-16. <https://doi.org/10.2753/JEC1086-4415180400>
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. Free Press.
- Rapp, A., Baker, T. L., Bachrach, D. G., Ogilvie, J., & Beitelspacher, L. S. (2015). Perceived customer showrooming behavior and the effect on retail salesperson self-efficacy and performance. *Journal of retailing*, 91(2), 358-369.  
<https://doi.org/10.1016/j.jretai.2014.12.007>
- Rigby, D. (2011). The Future of Shopping. 89(12).
- Rothaermel, F. T. (2021). *Strategic management* (Fifth ed.). McGraw Hill.
- Sacré, J.-F. (2015). Electro Dépôt, "le Colruyt de l'électro", arrive en Belgique. *L'Echo*.  
<https://www.lecho.be/entreprises/grande-distribution/electro-depot-le-colruyt-de-l-electro-arrive-en-belgique/9587739.html>
- Salavou, H. E. (2015). Competitive strategies and their shift to the future. *European business review*, 27(1), 80-99. <https://doi.org/10.1108/EBR-04-2013-0073>
- Samarin, I., & Zachary, M. D. (2022). Corporate credit conditions during the COVID-19 crisis in Belgium. *NBB Economic Review*.
- Savastano, M., Bellini, F., D'Ascenzo, F., & De Marco, M. (2019). Technology adoption for the integration of online-offline purchasing: Omnichannel strategies in the retail environment. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 47(5), 474-492.  
<https://doi.org/10.1108/IJRDM-12-2018-0270>
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial statement analysis* (Eleventh ed.). McGraw Hill.
- Tielens, J., Piette, C., & De Jonghe, O. (2020). Belgian corporate sector liquidity and solvency in the COVID-19 crisis: a post-first-wave assessment. *NBB Economic Review*.
- van Baal, S. (2014). Should retailers harmonize marketing variables across their distribution channels? An investigation of cross-channel effects in multi-channel retailing. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 21(6), 1038-1046.  
<https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2014.04.012>
- Verhoef, P. C., Kannan, P. K., & Inman, J. J. (2015). From Multi-Channel Retailing to Omni-Channel Retailing: Introduction to the Special Issue on Multi-Channel Retailing. *Journal of retailing*, 91(2), 174-181. <https://doi.org/10.1016/j.jretai.2015.02.005>
- von Briel, F. (2018). The future of omnichannel retail: A four-stage Delphi study. *Technological Forecasting and Social Change*, 132, 217-229.  
<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.02.004>
- Wang, Y. (2024). Financial statements analysis on Pfizer. *SHS Web of Conferences*, 181, 2023.  
<https://doi.org/10.1051/shsconf/202418102023>

- Wie is Vanden Borre? (n.d.). Vanden Borre. Retrieved 29 July 2024 from <https://www.vandenborre.be/voorwaarden-verkoop-gebruik/wie-is-vanden-borre>
- Wie zijn wij? (n.d.). Electro Depot. Retrieved 29 July 2024 from <https://www.electrodepot.be/nl/wie-zijn-wij>
- Zhang, J., Farris, P. W., Irvin, J. W., Kushwaha, T., Steenburgh, T. J., & Weitz, B. A. (2010). Crafting Integrated Multichannel Retailing Strategies. *Journal of Interactive Marketing*, 24(2), 168-180. <https://doi.org/10.1016/j.intmar.2010.02.002>

# Bijlagen

Bijlage 1: Berekeningen kasstroomtabel Coolblue

| Niet kaskosten - niet-kasopbrengsten                                                                                     | CODES                                                                                               | 2019           | 2020             | 2021             | 2022             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Recurrente niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                                   | <b>(  630  + &lt;631/4&gt; + &lt;635/8&gt; -  9125 </b>                                             | <b>458.013</b> | <b>1.047.312</b> | <b>1.818.450</b> | <b>2.326.426</b> |
| Afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, immateriële en materiële vaste activa                       | 630                                                                                                 | 456.550        | 1.011.149        | 1.780.197        | 2.137.387        |
| + Waardeverminderingen op voorraden, bestellingen in uitvoering en handelsvorderingen (toevoegingen +, terugnemingen -)  | + <631/4>                                                                                           | -25.908        | -18.170          | 33.936           | 164.196          |
| + Voorzieningen voor risico's en kosten (toevoegingen +, bestedingen en terugnemingen -)                                 | + <635/8>                                                                                           | 27.371         | 54.333           | 4.317            | 24.843           |
| - Kapitaalsubsidies aangerekend op het resultaat (-)                                                                     | -  9125                                                                                             | -              | -                | -                | -                |
| <b>+ Financiële niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                                 | <b>+ (&lt;651&gt; +  6560  -  6561  -  761  +  661  +  6631 </b>                                    | <b>-</b>       | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| Waardeverminderingen op financiële vlottende activa (toevoeging +, terugnemings -)                                       | <651>                                                                                               | -              | -                | -                | -                |
| - Terugnemingen van waardeverminderingen op financiële vaste activa (-)                                                  | -  761                                                                                              | -              | -                | -                | -                |
| + Waardeverminderingen op financiële vaste activa                                                                        | +  661                                                                                              | -              | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen met financieel karakter (gevormd+, aangewend-)                                                           | +  6560  -  6561                                                                                    | -              | -                | -                | -                |
| + Minderwaarde op realisatie FVA                                                                                         | +  6631                                                                                             | -              | -                | -                | -                |
| <b>+ Niet-recurrente niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                            | <b>+ (-  760  -  7620  -  7621  -  780  +  660  + &lt;6620&gt; + &lt;6621&gt; +  6630  +  680 )</b> | <b>-</b>       | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| - Terugneming van afschrijvingen en van waardeverminderingen op immateriële en materiële vaste activa(-)                 | -  760                                                                                              | -              | -                | -                | -                |
| - Terugneming van voorzieningen voor niet-recurrente bedrijfsrisico's en kosten(-)                                       | -  7620                                                                                             | -              | -                | -                | -                |
| - Terugneming van voorzieningen voor niet-recurrente financiële risico's en kosten                                       | -  7621                                                                                             | -              | -                | -                | -                |
| + Niet-recurrenten afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa | +  660                                                                                              | -              | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen voor uitzonderlijke bedrijfsrisico's en kosten (toevoegingen +, bestedingen -)                           | + <6620>                                                                                            | -              | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen voor uitzonderlijke financiële risico's en kosten                                                        | + <6621>                                                                                            | -              | -                | -                | -                |
| + Minderwaarden bij realisatie van IVA en MVA                                                                            | +  6630                                                                                             | -              | -                | -                | -                |
| - Onttrekking aan de uitgestelde belastingen(-)                                                                          | -  780                                                                                              | -              | -                | -                | -                |
| + Overboeking naar de uitgestelde belastingen                                                                            | +  680                                                                                              | -              | -                | -                | -                |
| <b>= NIET-KASKOSTEN - NIET-KASOPBRENGSTEN</b>                                                                            |                                                                                                     | <b>458.013</b> | <b>1.047.312</b> | <b>1.818.450</b> | <b>2.326.426</b> |

| Nettobedrijfskapitaalbehoefte                                            | CODES                                    | 2018              | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Vorraden en bestellingen in uitvoering                                   | 3                                        | 2.077.119         | 2.429.895         | 4.062.647         | 6.862.326         | 5.846.416         |
| + Vorderingen op ten hoogste één jaar                                    | 40/41                                    | 17.392.985        | 25.849.655        | 15.185.065        | 18.648.841        | 23.797.527        |
| + Overlopende rekeningen van het actief                                  | 490/1                                    | 120.946           | 173.733           | 209.016           | 208.948           | 232.797           |
| <b>= Vlottende bedrijfsactiva (operationele activa op korte termijn)</b> | <b>( 3  +  40/41  +  490/1 )</b>         | <b>19.591.050</b> | <b>28.453.283</b> | <b>19.456.728</b> | <b>25.720.115</b> | <b>29.876.740</b> |
| Handelsschulden op ten hoogste één jaar                                  | 44                                       | 4.104.327         | 6.474.469         | 2.299.924         | 2.536.558         | 2.240.441         |
| + Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen op ten hoogste één jaar    | 46                                       | 692.922           | 1.042.703         | -                 | 1.202.621         | 824.192           |
| + Schulden m.b.t. belastingen, bezoldigingen en sociale lasten           | 45                                       | 1.226.799         | 1.326.129         | 862.939           | 12.900.294        | 12.140.715        |
| + Overige schulden op ten hoogste één jaar                               | 47/48                                    | 6.025.933         | 13.137.483        | 11.834.525        | 4.588.990         | 8.220.206         |
| + Overlopende rekeningen van het passief                                 | 492/3                                    | 43.783            | 5.788             | -                 | 1.054.757         | 914.708           |
| <b>= Operationeel vreemd vermogen op korte termijn</b>                   | <b>( 42/48  -  42  -  43  +  492/3 )</b> | <b>12.093.764</b> | <b>21.986.572</b> | <b>14.997.388</b> | <b>22.283.220</b> | <b>24.340.262</b> |

|                                                                        |                                                                    |                   |                   |                   |                   |                   |
|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Vlottende bedrijfsactiva (operationele activa op korte termijn)</b> | <b>( 3  +  40/41  +  490/1 )</b>                                   | <b>19.591.050</b> | <b>28.453.283</b> | <b>19.456.728</b> | <b>25.720.115</b> | <b>29.876.740</b> |
| <b>- Operationeel vreemd vermogen op korte termijn</b>                 | <b>( 42/48  -  42  -  43  +  492/3 )</b>                           | <b>12.093.764</b> | <b>21.986.572</b> | <b>14.997.388</b> | <b>22.283.220</b> | <b>24.340.262</b> |
| <b>= Nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                                 | <b>( 3  +  40/41  +  490/1  -  42/48  +  42  +  43  -  492/3 )</b> | <b>7.497.286</b>  | <b>6.466.711</b>  | <b>4.459.340</b>  | <b>3.436.895</b>  | <b>5.536.478</b>  |

| <b>Δ nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                      | <b>CODES</b>      | <b>2019</b>       | <b>2020</b>       | <b>2021</b>     | <b>2022</b>      |
|-------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|------------------|
| Eindwaarde - beginwaarde nettobedrijfskapitaalbehoefte      |                   | -1.030.575        | -2.007.371        | -1.022.445      | 2.099.583        |
| + Waardeverminderingen op vlottende activa van het boekjaar | (<631/4> + <651>) | -25.908           | -18.170           | 33.936          | 164.196          |
| <b>= Δ nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                    |                   | <b>-1.056.483</b> | <b>-2.025.541</b> | <b>-988.509</b> | <b>2.263.779</b> |

| (Des)investeringen oprichtingskosten                        | CODES  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------------------------------------------------|--------|------|------|------|------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)       | -Δ 20  | -    | -    | -    | -    |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar   | - 8003 | -    | -    | -    | -    |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen oprichtingskosten</b> |        | -    | -    | -    | -    |

| (Des)investeringen immateriële vaste activa                        | CODES       | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------------------------------------------|-------------|------|------|------|------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)              | -Δ 21       | -    | -    | -    | -    |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar          | -( 8071-5 ) | -    | -    | -    | -    |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen immateriële vaste activa</b> |             | -    | -    | -    | -    |

| (Des)investeringen materiële vaste activa                        | CODES                  | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|------------------------------------------------------------------|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)            | -Δ 22/27               | -2.251.601        | -3.993.382        | -2.602.703        | 557.766           |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar        | -( 8271-6 )            | -456.550          | -1.011.149        | -1.780.197        | -2.137.387        |
| + (Geboekte - afgeboekte) meerwaarden                            | +( 8211-6  -  8231-6 ) | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen materiële vaste activa</b> |                        | <b>-2.708.151</b> | <b>-5.004.531</b> | <b>-4.382.900</b> | <b>-1.579.621</b> |

| (Des)investeringen financiële vaste activa                        | CODES                  | 2019          | 2020     | 2021     | 2022     |
|-------------------------------------------------------------------|------------------------|---------------|----------|----------|----------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)             | -Δ 28                  | 15.894        | -        | -        | -        |
| - Waardeverminderingen van het boekjaar                           | -( 8471-3  +  8601-3 ) | -             | -        | -        | -        |
| + (Geboekte - afgeboekte) meerwaarden                             | +( 8411-3  -  8431-3 ) | -             | -        | -        | -        |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen financiële vaste activa</b> |                        | <b>15.894</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

| (Des)investeringen vorderingen op meer dan één jaar                        | CODES | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     |
|----------------------------------------------------------------------------|-------|----------|----------|----------|----------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)                      | -Δ 29 | -        | -        | -        | -        |
| - Waardeverminderingen van het boekjaar                                    | nb    | -        | -        | -        | -        |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen vorderingen op meer dan één jaar</b> |       | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

| Kasstroom uit (des)investeringen in (uitgebreide) vaste activa           | CODES                            | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Totaal desinvesteringen                                                  | Σ (des)investeringen (zie boven) | -2.692.257        | -5.004.531        | -4.382.900        | -1.579.621        |
| - Minderwaarde bij de realisatie van vaste activa                        | -( 6630  +  6631 )               | -                 | -                 | -                 | -                 |
| + Terugneming van afschrijvingen en waardeverminderingen op vaste activa | +( 760  +  761 )                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen in (uitgebreide) vaste activa</b>  |                                  | <b>-2.692.257</b> | <b>-5.004.531</b> | <b>-4.382.900</b> | <b>-1.579.621</b> |



| Financiering met financieel vreemd vermogen                                                         | CODES                                                                                   | 2019          | 2020           | 2021           | 2022           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Financiële kaskosten van het vreemd vermogen                                                        | - ( 650  +  653  -  9126  -  6501 )                                                     | -7.968        | -27.154        | -17.569        | -19.847        |
| + Financiering met voorzieningen en uitgestelde belastingen                                         | (Δ 16  - <635/8> -  6560  +  6561  +  7620  +  7621  - <6620> - <6621> +  780  -  680 ) | 51.599        | -              | -              | -              |
| Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering) van de voorzieningen en uitgestelde belastingen | Δ 16                                                                                    | 78.970        | 54.333         | 4.317          | 24.843         |
| - Voorzieningen en uitgestelde belastingen van het boekjaar                                         | - (<635/8> +  6560  -  6561  -  7620  -  7621  + <6620> + <6621> -  780  +  680 )       | -27.371       | -54.333        | -4.317         | -24.843        |
| + Financiering met schulden op meer dan één jaar                                                    | Δ 17                                                                                    | -             | 197.954        | -2.017         | -              |
| + Financiering met schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen                      | Δ 42                                                                                    | -             | -              | -              | -              |
| + Financiering met financiële schulden op ten hoogste één jaar                                      | Δ 43                                                                                    | -             | -              | -              | -              |
| <b>= KASSTROOM UIT FINANCIEL VREEMD VERMOGEN</b>                                                    |                                                                                         | <b>43.631</b> | <b>170.800</b> | <b>-19.586</b> | <b>-19.847</b> |

| Financiering met extern eigen vermogen                          | CODES            | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     |
|-----------------------------------------------------------------|------------------|----------|----------|----------|----------|
| Financiering met inbreng of terugbetaling van kapitaal          | Δ 10/11          | -        | -        | -        | -        |
| - Uit te keren winst                                            | -  694/7         | -        | -        | -        | -        |
| + Tussenkost van de vennoten in het verlies                     | +  794           | -        | -        | -        | -        |
| - Voorschot aan de vennoten op de verdeling van het nettoactief | - Δ 19           | -        | -        | -        | -        |
| + Financiering met kapitaalsubsidies                            | (Δ 15  +  9125 ) | -        | -        | -        | -        |
| <b>= KASSTROOM UIT EXTERN EIGEN VERMOGEN</b>                    |                  | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

Bijlage 2: Berekeningen kasstroomtabel Electro Depot

| Niet kaskosten - niet-kasopbrengsten                                                                                     | CODES                                                                                              | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Recurrente niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                                   | <b>(  630  + &lt;631/4&gt; + &lt;635/8&gt; -  9125 </b>                                            | <b>1.372.172</b> | <b>1.434.953</b> | <b>1.232.384</b> | <b>1.186.045</b> |
| Afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, immateriële en materiële vaste activa                       | 630                                                                                                | 834.648          | 997.130          | 1.253.034        | 1.432.401        |
| + Waardeverminderingen op voorraden, bestellingen in uitvoering en handelsvorderingen (toevoegingen +, terugnemingen -)  | + <631/4>                                                                                          | -53.966          | -57.563          | 37.524           | -174.753         |
| + Voorzieningen voor risico's en kosten (toevoegingen +, bestedingen en terugnemingen -)                                 | + <635/8>                                                                                          | 591.490          | 495.386          | -58.174          | -71.603          |
| - Kapitaalsubsidies aangerekend op het resultaat (-)                                                                     | -  9125                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| <b>+ Financiële niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                                 | <b>+ (&lt;651&gt; +  6560  -  6561  -  761  +  661  +  6631 </b>                                   | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| Waardeverminderingen op financiële vlottende activa (toevoeging +, terugneming -)                                        | <651>                                                                                              | -                | -                | -                | -                |
| - Terugnemingen van waardeverminderingen op financiële vaste activa (-)                                                  | -  761                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| + Waardeverminderingen op financiële vaste activa                                                                        | +  661                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen met financieel karakter (gevormd+, aangewend-)                                                           | +  6560  -  6561                                                                                   | -                | -                | -                | -                |
| + Minderwaarde op realisatie FVA                                                                                         | +  6631                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| <b>+ Niet-recurrente niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                            | <b>+ (- 760  -  7620  -  7621  -  780  +  660  + &lt;6620&gt; + &lt;6621&gt; +  6630  +  680 )</b> | <b>-2.629</b>    | <b>-23.613</b>   | <b>274.179</b>   | <b>532.032</b>   |
| - Terugneming van afschrijvingen en van waardeverminderingen op immateriële en materiële vaste activa(-)                 | -  760                                                                                             | -2.629           | -23.613          | -8.229           | -6.029           |
| - Terugneming van voorzieningen voor niet-recurrentebedrijfsrisico's en kosten(-)                                        | -  7620                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| - Terugneming van voorzieningen voor niet-recurrente financiële risico's en kosten                                       | -  7621                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| + Niet-recurrenten afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa | +  660                                                                                             | -                | -                | 282.408          | 538.061          |
| + Voorzieningen voor uitzonderlijke bedrijfsrisico's en kosten (toevoegingen +, bestedingen -)                           | + <6620>                                                                                           | -                | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen voor uitzonderlijke financiële risico's en kosten                                                        | + <6621>                                                                                           | -                | -                | -                | -                |
| + Minderwaarden bij realisatie van IVA en MVA                                                                            | +  6630                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| - Onttrekking aan de uitgestelde belastingen(-)                                                                          | -  780                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| + Overboeking naar de uitgestelde belastingen                                                                            | +  680                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| <b>= NIET-KASKOSTEN - NIET-KASOPBRENGSTEN</b>                                                                            |                                                                                                    | <b>1.369.543</b> | <b>1.411.340</b> | <b>1.506.563</b> | <b>1.718.077</b> |

| Nettobedrijfskapitaalbehoefte                                            | CODES                                    | 2018              | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Vorraden en bestellingen in uitvoering                                   | 3                                        | 4.941.361         | 6.917.251         | 8.093.170         | 10.150.730        | 11.310.710        |
| + Vorderingen op ten hoogste één jaar                                    | 40/41                                    | 350.925           | 741.443           | 3.627.513         | 656.940           | 642.258           |
| + Overlopende rekeningen van het actief                                  | 490/1                                    | 89.165            | 278.593           | 227.068           | 258.220           | 629.802           |
| <b>= Vlottende bedrijfsactiva (operationele activa op korte termijn)</b> | <b>( 3  +  40/41  +  490/1 )</b>         | <b>5.381.451</b>  | <b>7.937.287</b>  | <b>11.947.751</b> | <b>11.065.890</b> | <b>12.582.770</b> |
| Handelsschulden op ten hoogste één jaar                                  | 44                                       | 4.189.273         | 5.132.624         | 6.736.143         | 3.468.844         | 4.281.701         |
| + Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen op ten hoogste één jaar    | 46                                       | 79.605            | 94.219            | 231.824           | 224.083           | 260.648           |
| + Schulden m.b.t. belastingen, bezoldigingen en sociale lasten           | 45                                       | 868.795           | 800.256           | 3.807.665         | 3.514.547         | 3.064.221         |
| + Overige schulden op ten hoogste één jaar                               | 47/48                                    | 2.872.968         | 3.055.110         | 252.591           | 1.354.950         | 1.807.288         |
| + Overlopende rekeningen van het passief                                 | 492/3                                    | 2.188.280         | 3.350.081         | 4.495.350         | 5.663.660         | 6.205.630         |
| <b>= Operationeel vreemd vermogen op korte termijn</b>                   | <b>( 42/48  -  42  -  43  +  492/3 )</b> | <b>10.198.921</b> | <b>12.432.290</b> | <b>15.523.573</b> | <b>14.226.084</b> | <b>15.619.488</b> |

|                                                                        |                                                                    |                   |                   |                   |                   |                   |
|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Vlottende bedrijfsactiva (operationele activa op korte termijn)</b> | <b>( 3  +  40/41  +  490/1 )</b>                                   | <b>5.381.451</b>  | <b>7.937.287</b>  | <b>11.947.751</b> | <b>11.065.890</b> | <b>12.582.770</b> |
| <b>- Operationeel vreemd vermogen op korte termijn</b>                 | <b>( 42/48  -  42  -  43  +  492/3 )</b>                           | <b>10.198.921</b> | <b>12.432.290</b> | <b>15.523.573</b> | <b>14.226.084</b> | <b>15.619.488</b> |
| <b>= Nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                                 | <b>( 3  +  40/41  +  490/1  -  42/48  +  42  +  43  -  492/3 )</b> | <b>-4.817.470</b> | <b>-4.495.003</b> | <b>-3.575.822</b> | <b>-3.160.194</b> | <b>-3.036.718</b> |

| Δ nettobedrijfskapitaalbehoefte                             | CODES             | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           |
|-------------------------------------------------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Eindwaarde - beginwaarde nettobedrijfskapitaalbehoefte      |                   | 322.467        | 919.181        | 415.628        | 123.476        |
| + Waardeverminderingen op vlottende activa van het boekjaar | (<631/4> + <651>) | -53.966        | -57.563        | 37.524         | -174.753       |
| <b>= Δ nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                    |                   | <b>268.501</b> | <b>861.618</b> | <b>453.152</b> | <b>-51.277</b> |

| (Des)investeringen oprichtingskosten                        | CODES  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------------------------------------------------|--------|------|------|------|------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)       | -Δ 20  | -    | -    | -    | -    |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar   | - 8003 | -    | -    | -    | -    |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen oprichtingskosten</b> |        | -    | -    | -    | -    |

| (Des)investeringen immateriële vaste activa                        | CODES                   | 2019          | 2020          | 2021     | 2022          |
|--------------------------------------------------------------------|-------------------------|---------------|---------------|----------|---------------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)              | -Δ 21                   | 15.929        | 11.855        | 13.621   | 11.069        |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar          | - ( 8071-5  -  8081-5 ) | -24.845       | -16.006       | -13.621  | -13.082       |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen immateriële vaste activa</b> |                         | <b>-8.916</b> | <b>-4.151</b> | <b>-</b> | <b>-2.013</b> |

| (Des)investeringen materiële vaste activa                        | CODES                   | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|------------------------------------------------------------------|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)            | -Δ 22/27                | -443.739          | -703.021          | -1.144.921        | 835.168           |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar        | - ( 8271-6 )            | -809.803          | -981.124          | -1.521.822        | -1.957.380        |
| + (Geboekte - afgeboekte) meerwaarden                            | + ( 8211-6  -  8231-6 ) | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen materiële vaste activa</b> |                         | <b>-1.253.542</b> | <b>-1.684.145</b> | <b>-2.666.743</b> | <b>-1.122.212</b> |

| (Des)investeringen financiële vaste activa                        | CODES                   | 2019         | 2020          | 2021     | 2022     |
|-------------------------------------------------------------------|-------------------------|--------------|---------------|----------|----------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)             | -Δ 28                   | 1.900        | -2.950        | -        | -        |
| - Waardeverminderingen van het boekjaar                           | - ( 8471-3  +  8601-3 ) | -            | -             | -        | -        |
| + (Geboekte - afgeboekte) meerwaarden                             | + ( 8411-3  -  8431-3 ) | -            | -             | -        | -        |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen financiële vaste activa</b> |                         | <b>1.900</b> | <b>-2.950</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

| (Des)investeringen vorderingen op meer dan één jaar                        | CODES | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     |
|----------------------------------------------------------------------------|-------|----------|----------|----------|----------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)                      | -Δ 29 | -        | -        | -        | -        |
| - Waardeverminderingen van het boekjaar                                    | nb    | -        | -        | -        | -        |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen vorderingen op meer dan één jaar</b> |       | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

| Kasstroom uit (des)investeringen in (uitgebreide) vaste activa           | CODES                            | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Totaal desinvesteringen                                                  | Σ (des)investeringen (zie boven) | -1.260.558        | -1.691.246        | -2.666.743        | -1.124.225        |
| - Minderwaarde bij de realisatie van vaste activa                        | - ( 6630  +  6631 )              | -                 | -                 | -                 | -                 |
| + Terugneming van afschrijvingen en waardeverminderingen op vaste activa | + ( 760  +  761 )                | 2.629             | 23.613            | 8.229             | 6.029             |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen in (uitgebreide) vaste activa</b>  |                                  | <b>-1.257.929</b> | <b>-1.667.633</b> | <b>-2.658.514</b> | <b>-1.118.196</b> |

| Financiering met financieel vreemd vermogen                                                               | CODES                                                                                            | 2019            | 2020          | 2021        | 2022        |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|---------------|-------------|-------------|
| Financiële kaskosten van het vreemd vermogen<br>(zie ook herwerkte resultatenrekening)                    | - ( 650  +  653  -  9126  -<br> 6501 )                                                           | -188.812        | -2.444        | -801        | -200        |
| + Financiering met voorzieningen en uitgestelde belastingen                                               | (Δ 16  - <635/8> -  6560  +<br> 6561  +  7620  +  7621  -<br><6620> - <6621> +  780  -<br> 680 ) | -               | -             | -           | -           |
| Eindboekwaarde - beginboekwaarde<br>(nettoverandering) van de voorzieningen en<br>uitgestelde belastingen | Δ 16                                                                                             | 591.490         | 495.386       | -58.174     | -71.603     |
| - Voorzieningen en uitgestelde belastingen<br>van het boekjaar                                            | - (<635/8> +  6560  -  6561  -<br> 7620  -  7621  + <6620> +<br><6621> -  780  +  680 )          | -591.490        | -495.386      | 58.174      | 71.603      |
| + Financiering met schulden op meer dan één jaar                                                          | Δ 17                                                                                             | -               | -             | -           | -           |
| + Financiering met schulden op meer dan één jaar<br>die binnen het jaar vervallen                         | Δ 42                                                                                             | -               | -             | -           | -           |
| + Financiering met financiële schulden op ten<br>hoogste één jaar                                         | Δ 43                                                                                             | -               | -             | -           | -           |
| <b>= KASSTROOM UIT FINANCIEEL VREEMD<br/>VERMOGEN</b>                                                     |                                                                                                  | <b>-188.812</b> | <b>-2.444</b> | <b>-801</b> | <b>-200</b> |

| Financiering met extern eigen vermogen                             | CODES            | 2019     | 2020            | 2021            | 2022           |
|--------------------------------------------------------------------|------------------|----------|-----------------|-----------------|----------------|
| Financiering met inbreng of terugbetaling van<br>kapitaal          | Δ 10/11          | -        | -               | -               | -              |
| - Uit te keren winst                                               | -  694/7         | -        | -250.831        | -116.734        | -29.351        |
| + Tussenkost van de vennoten in het verlies                        | +  794           | -        | -               | -               | -              |
| - Voorschot aan de vennoten op de verdeling van<br>het nettoactief | -Δ 19            | -        | -               | -               | -              |
| + Financiering met kapitaalsubsidies                               | (Δ 15  +  9125 ) | -        | -               | -               | -              |
| <b>= KASSTROOM UIT EXTERN EIGEN VERMOGEN</b>                       |                  | <b>-</b> | <b>-250.831</b> | <b>-116.734</b> | <b>-29.351</b> |

Bijlage 3: Berekeningen kasstroomtabel Kröfel

| Niet kaskosten - niet-kasopbrengsten                                                                                     | CODES                                                                                              | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Recurrente niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                                   | <b>(  630  + &lt;631/4&gt; + &lt;635/8&gt; -  9125 </b>                                            | <b>5.693.354</b> | <b>8.558.384</b> | <b>5.110.799</b> | <b>5.322.103</b> |
| Afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, immateriële en materiële vaste activa                       | 630                                                                                                | 5.743.872        | 6.123.576        | 6.438.331        | 6.127.522        |
| + Waardeverminderingen op voorraden, bestellingen in uitvoering en handelsvorderingen (toevoegingen +, terugnemingen -)  | + <631/4>                                                                                          | -180.425         | 1.726.669        | -501.422         | -856.303         |
| + Voorzieningen voor risico's en kosten (toevoegingen +, bestedingen en terugnemingen -)                                 | + <635/8>                                                                                          | 129.907          | 708.139          | -826.110         | 50.884           |
| - Kapitaalsubsidies aangerekend op het resultaat (-)                                                                     | -  9125                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| <b>+ Financiële niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                                 | <b>+ (&lt;651&gt; +  6560  -  6561  -  761  +  661  +  6631 </b>                                   | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| Waardeverminderingen op financiële vlottende activa (toevoeging +, terugnemingen -)                                      | <651>                                                                                              | -                | -                | -                | -                |
| - Terugnemingen van waardeverminderingen op financiële vaste activa (-)                                                  | -  761                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| + Waardeverminderingen op financiële vaste activa                                                                        | +  661                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen met financieel karakter (gevormd+, aangewend-)                                                           | +  6560  -  6561                                                                                   | -                | -                | -                | -                |
| + Minderwaarde op realisatie FVA                                                                                         | +  6631                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| <b>+ Niet-recurrente niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                            | <b>+ (- 760  -  7620  -  7621  -  780  +  660  + &lt;6620&gt; + &lt;6621&gt; +  6630  +  680 )</b> | <b>-9.691</b>    | <b>1.334.908</b> | <b>26.197</b>    | <b>-112.421</b>  |
| - Terugneming van afschrijvingen en van waardeverminderingen op immateriële en materiële vaste activa(-)                 | -  760                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| - Terugneming van voorzieningen voor niet-recurrentebedrijfsrisico's en kosten(-)                                        | -  7620                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| - Terugneming van voorzieningen voor niet-recurrente financiële risico's en kosten                                       | -  7621                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| + Niet-recurrenten afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa | +  660                                                                                             | -                | 210.518          | -                | -                |
| + Voorzieningen voor uitzonderlijke bedrijfsrisico's en kosten (toevoegingen +, bestedingen -)                           | + <6620>                                                                                           | -                | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen voor uitzonderlijke financiële risico's en kosten                                                        | + <6621>                                                                                           | -                | -                | -                | -                |
| + Minderwaarden bij realisatie van IVA en MVA                                                                            | +  6630                                                                                            | 51               | 10.681           | 36.795           | -                |
| - Onttrekking aan de uitgestelde belastingen(-)                                                                          | -  780                                                                                             | -9.742           | -12.989          | -10.598          | -112.421         |
| + Overboeking naar de uitgestelde belastingen                                                                            | +  680                                                                                             | -                | 1.126.698        | -                | -                |
| <b>= NIET-KASKOSTEN - NIET-KASOPBRENGSTEN</b>                                                                            |                                                                                                    | <b>5.683.663</b> | <b>9.893.292</b> | <b>5.136.996</b> | <b>5.209.682</b> |

| Nettobedrijfskapitaalbehoefte                                            | CODES                                    | 2018              | 2019               | 2020               | 2021               | 2022               |
|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Vorraden en bestellingen in uitvoering                                   | 3                                        | 72.628.007        | 81.921.653         | 80.320.773         | 92.103.923         | 82.100.902         |
| + Vorderingen op ten hoogste één jaar                                    | 40/41                                    | 15.164.454        | 25.722.466         | 29.851.958         | 34.138.671         | 32.014.997         |
| + Overlopende rekeningen van het actief                                  | 490/1                                    | 1.864.418         | 1.808.547          | 1.607.529          | 1.927.506          | 1.872.857          |
| <b>= Vlottende bedrijfsactiva (operationele activa op korte termijn)</b> | <b>( 3  +  40/41  +  490/1 )</b>         | <b>89.656.879</b> | <b>109.452.666</b> | <b>111.780.260</b> | <b>128.170.100</b> | <b>115.988.756</b> |
| Handelsschulden op ten hoogste één jaar                                  | 44                                       | 27.571.734        | 49.934.756         | 54.019.309         | 54.873.274         | 42.089.681         |
| + Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen op ten hoogste één jaar    | 46                                       | 11.468.960        | 10.459.318         | 16.314.342         | 14.684.912         | 11.924.217         |
| + Schulden m.b.t. belastingen, bezoldigingen en sociale lasten           | 45                                       | 11.976.965        | 10.529.247         | 12.613.865         | 14.646.241         | 13.419.033         |
| + Overige schulden op ten hoogste één jaar                               | 47/48                                    | 336.901           | 3.280.683          | 31.497.956         | 12.604.875         | 21.177.419         |
| + Overlopende rekeningen van het passief                                 | 492/3                                    | 43.809            | 286.832            | 207.480            | 9.646              | 95.767             |
| <b>= Operationeel vreemd vermogen op korte termijn</b>                   | <b>( 42/48  -  42  -  43  +  492/3 )</b> | <b>51.398.369</b> | <b>74.490.836</b>  | <b>114.652.952</b> | <b>96.818.948</b>  | <b>88.706.117</b>  |

|                                                                        |                                                                    |                   |                    |                    |                    |                    |
|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Vlottende bedrijfsactiva (operationele activa op korte termijn)</b> | <b>( 3  +  40/41  +  490/1 )</b>                                   | <b>89.656.879</b> | <b>109.452.666</b> | <b>111.780.260</b> | <b>128.170.100</b> | <b>115.988.756</b> |
| <b>- Operationeel vreemd vermogen op korte termijn</b>                 | <b>( 42/48  -  42  -  43  +  492/3 )</b>                           | <b>51.398.369</b> | <b>74.490.836</b>  | <b>114.652.952</b> | <b>96.818.948</b>  | <b>88.706.117</b>  |
| <b>= Nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                                 | <b>( 3  +  40/41  +  490/1  -  42/48  +  42  +  43  -  492/3 )</b> | <b>38.258.510</b> | <b>34.961.830</b>  | <b>-2.872.692</b>  | <b>31.351.152</b>  | <b>27.282.639</b>  |

| <b>Δ nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                      | <b>CODES</b>      | <b>2019</b>       | <b>2020</b>        | <b>2021</b>       | <b>2022</b>       |
|-------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| Eindwaarde - beginwaarde nettobedrijfskapitaalbehoefte      |                   | -3.296.680        | -37.834.522        | 34.223.844        | -4.068.513        |
| + Waardeverminderingen op vlottende activa van het boekjaar | (<631/4> + <651>) | -180.425          | 1.726.669          | -501.422          | -856.303          |
| <b>= Δ nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                    |                   | <b>-3.477.105</b> | <b>-36.107.853</b> | <b>33.722.422</b> | <b>-4.924.816</b> |

| (Des)investeringen oprichtingskosten                        | CODES  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------------------------------------------------|--------|------|------|------|------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)       | -Δ 20  | -    | -    | -    | -    |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar   | - 8003 | -    | -    | -    | -    |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen oprichtingskosten</b> |        | -    | -    | -    | -    |

| (Des)investeringen immateriële vaste activa                        | CODES       | 2019            | 2020            | 2021              | 2022              |
|--------------------------------------------------------------------|-------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)              | -Δ 21       | -136.904        | -220.373        | -916.026          | -951.324          |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar          | -( 8071-5 ) | -296.289        | -483.687        | -677.814          | -843.994          |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen immateriële vaste activa</b> |             | <b>-433.193</b> | <b>-704.060</b> | <b>-1.593.840</b> | <b>-1.795.318</b> |

| (Des)investeringen materiële vaste activa                        | CODES                  | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|------------------------------------------------------------------|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)            | -Δ 22/27               | 1.440.088         | 2.373.327         | -801.748          | 710.797           |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar        | -( 8271-6 )            | -5.447.582        | -5.850.407        | -5.760.516        | -5.283.528        |
| + (Geboekte - afgeboekte) meerwaarden                            | +( 8211-6  -  8231-6 ) | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen materiële vaste activa</b> |                        | <b>-4.007.494</b> | <b>-3.477.080</b> | <b>-6.562.264</b> | <b>-4.572.731</b> |

| (Des)investeringen financiële vaste activa                        | CODES                  | 2019            | 2020           | 2021        | 2022         |
|-------------------------------------------------------------------|------------------------|-----------------|----------------|-------------|--------------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)             | -Δ 28                  | -349.750        | -17.710        | -605        | 1.080        |
| - Waardeverminderingen van het boekjaar                           | -( 8471-3  +  8601-3 ) | -               | -              | -           | -            |
| + (Geboekte - afgeboekte) meerwaarden                             | +( 8411-3  -  8431-3 ) | -               | -              | -           | -            |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen financiële vaste activa</b> |                        | <b>-349.750</b> | <b>-17.710</b> | <b>-605</b> | <b>1.080</b> |

| (Des)investeringen vorderingen op meer dan één jaar                        | CODES | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------------------------------------------------------------|-------|------|------|------|------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)                      | -Δ 29 | -    | -    | -    | -    |
| - Waardeverminderingen van het boekjaar                                    | nb    | -    | -    | -    | -    |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen vorderingen op meer dan één jaar</b> |       | -    | -    | -    | -    |

| Kasstroom uit (des)investeringen in (uitgebreide) vaste activa           | CODES                            | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Totaal desinvesteringen                                                  | Σ (des)investeringen (zie boven) | -4.790.437        | -4.198.850        | -8.156.709        | -6.366.969        |
| - Minderwaarde bij de realisatie van vaste activa                        | -( 6630  +  6631 )               | -51               | -10.681           | -36.795           | -                 |
| + Terugneming van afschrijvingen en waardeverminderingen op vaste activa | +( 760  +  761 )                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen in (uitgebreide) vaste activa</b>  |                                  | <b>-4.790.488</b> | <b>-4.209.531</b> | <b>-8.193.504</b> | <b>-6.366.969</b> |



| Financiering met financieel vreemd vermogen                                                         | CODES                                                                                   | 2019              | 2020            | 2021            | 2022            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Financiële kaskosten van het vreemd vermogen (zie ook herwerkte resultatenrekening)                 | - ( 650  +  653  -  9126  -  6501 )                                                     | -158.472          | -166.659        | -471.617        | -377.788        |
| + Financiering met voorzieningen en uitgestelde belastingen                                         | (Δ 16  - <635/8> -  6560  +  6561  +  7620  +  7621  - <6620> - <6621> +  780  -  680 ) | -                 | -               | -               | -1              |
| Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering) van de voorzieningen en uitgestelde belastingen | Δ 16                                                                                    | 120.165           | 1.821.848       | -836.708        | -61.538         |
| - Voorzieningen en uitgestelde belastingen van het boekjaar                                         | - (<635/8> +  6560  -  6561  -  7620  -  7621  + <6620> + <6621> -  780  +  680 )       | -120.165          | -1.821.848      | 836.708         | 61.537          |
| + Financiering met schulden op meer dan één jaar                                                    | Δ 17                                                                                    | -51.208           | -197.477        | 222.699         | -142.768        |
| + Financiering met schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen                      | Δ 42                                                                                    | -720.250          | -125.286        | 18.837          | -58.461         |
| + Financiering met financiële schulden op ten hoogste één jaar                                      | Δ 43                                                                                    | -1.327.013        | -125.000        | -               | -               |
| <b>= KASSTROOM UIT FINANCIEEL VREEMD VERMOGEN</b>                                                   |                                                                                         | <b>-2.256.943</b> | <b>-614.422</b> | <b>-230.081</b> | <b>-579.018</b> |

| Financiering met extern eigen vermogen                          | CODES            | 2019     | 2020               | 2021              | 2022     |
|-----------------------------------------------------------------|------------------|----------|--------------------|-------------------|----------|
| Financiering met inbreng of terugbetaling van kapitaal          | Δ 10/11          | -        | -                  | -                 | -        |
| - Uit te keren winst                                            | - 694/7          | -        | -31.366.824        | -3.585.046        | -        |
| + Tussenkost van de vennoten in het verlies                     | + 794            | -        | -                  | -                 | -        |
| - Voorschot aan de vennoten op de verdeling van het nettoactief | -Δ 19            | -        | -                  | -                 | -        |
| + Financiering met kapitaalsubsidies                            | (Δ 15  +  9125 ) | -        | -                  | -                 | -        |
| <b>= KASSTROOM UIT EXTERN EIGEN VERMOGEN</b>                    |                  | <b>-</b> | <b>-31.366.824</b> | <b>-3.585.046</b> | <b>-</b> |

Bijlage 4: Berekeningen kasstroomtabel Vanden Borre

| Niet kaskosten - niet-kasopbrengsten                                                                                     | CODES                                                                                              | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Recurrente niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                                   | <b>(  630  + &lt;631/4&gt; + &lt;635/8&gt; -  9125 </b>                                            | <b>4.945.036</b> | <b>6.335.152</b> | <b>5.520.808</b> | <b>1.107.202</b> |
| Afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, immateriële en materiële vaste activa                       | 630                                                                                                | 4.477.684        | 4.357.176        | 3.794.698        | 3.499.605        |
| + Waardeverminderingen op voorraden, bestellingen in uitvoering en handelsvorderingen (toevoegingen +, terugnemingen -)  | + <631/4>                                                                                          | 377.679          | 1.371.214        | 1.547.503        | -1.975.819       |
| + Voorzieningen voor risico's en kosten (toevoegingen +, bestedingen en terugnemingen -)                                 | + <635/8>                                                                                          | 89.673           | 606.762          | 178.607          | -416.584         |
| - Kapitaalsubsidies aangerekend op het resultaat (-)                                                                     | -  9125                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| <b>+ Financiële niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                                 | <b>+ (&lt;651&gt; +  6560  -  6561  -  761  +  661  +  6631 </b>                                   | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| Waardeverminderingen op financiële vlottende activa (toevoeging +, terugnemingen -)                                      | <651>                                                                                              | -                | -                | -                | -                |
| - Terugnemingen van waardeverminderingen op financiële vaste activa (-)                                                  | -  761                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| + Waardeverminderingen op financiële vaste activa                                                                        | +  661                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen met financieel karakter (gevormd+, aangewend-)                                                           | +  6560  -  6561                                                                                   | -                | -                | -                | -                |
| + Minderwaarde op realisatie FVA                                                                                         | +  6631                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| <b>+ Niet-recurrente niet-kaskosten - niet-kasopbrengsten</b>                                                            | <b>+ (- 760  -  7620  -  7621  -  780  +  660  + &lt;6620&gt; + &lt;6621&gt; +  6630  +  680 )</b> | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| - Terugneming van afschrijvingen en van waardeverminderingen op immateriële en materiële vaste activa(-)                 | -  760                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| - Terugneming van voorzieningen voor niet-recurrentebedrijfsrisico's en kosten(-)                                        | -  7620                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| - Terugneming van voorzieningen voor niet-recurrente financiële risico's en kosten                                       | -  7621                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| + Niet-recurrenten afschrijvingen en waardeverminderingen op oprichtingskosten, op immateriële en materiële vaste activa | +  660                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen voor uitzonderlijke bedrijfsrisico's en kosten (toevoegingen +, bestedingen -)                           | + <6620>                                                                                           | -                | -                | -                | -                |
| + Voorzieningen voor uitzonderlijke financiële risico's en kosten                                                        | + <6621>                                                                                           | -                | -                | -                | -                |
| + Minderwaarden bij realisatie van IVA en MVA                                                                            | +  6630                                                                                            | -                | -                | -                | -                |
| - Onttrekking aan de uitgestelde belastingen(-)                                                                          | -  780                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| + Overboeking naar de uitgestelde belastingen                                                                            | +  680                                                                                             | -                | -                | -                | -                |
| <b>= NIET-KASKOSTEN - NIET-KASOPBRENGSTEN</b>                                                                            |                                                                                                    | <b>4.945.036</b> | <b>6.335.152</b> | <b>5.520.808</b> | <b>1.107.202</b> |

| Nettobedrijfskapitaalbehoefte                                            | CODES                                    | 2018               | 2019               | 2020               | 2021               | 2022               |
|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Vorraden en bestellingen in uitvoering                                   | 3                                        | 68.966.130         | 69.277.649         | 60.773.679         | 71.240.693         | 69.790.181         |
| + Vorderingen op ten hoogste één jaar                                    | 40/41                                    | 181.222.795        | 202.719.155        | 94.834.116         | 58.452.804         | 69.507.751         |
| + Overlopende rekeningen van het actief                                  | 490/1                                    | 13.625.009         | 13.067.190         | 16.093.417         | 12.316.872         | 11.573.494         |
| <b>= Vlottende bedrijfsactiva (operationele activa op korte termijn)</b> | <b>( 3  +  40/41  +  490/1 )</b>         | <b>263.813.934</b> | <b>285.063.994</b> | <b>171.701.212</b> | <b>142.010.369</b> | <b>150.871.426</b> |
| Handelsschulden op ten hoogste één jaar                                  | 44                                       | 86.206.832         | 93.285.961         | 88.346.840         | 97.700.645         | 100.809.819        |
| + Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen op ten hoogste één jaar    | 46                                       | 6.755.659          | 6.570.794          | 9.415.964          | 10.141.159         | 10.394.241         |
| + Schulden m.b.t. belastingen, bezoldigingen en sociale lasten           | 45                                       | 14.591.886         | 15.382.420         | 15.640.267         | 15.306.724         | 14.566.339         |
| + Overige schulden op ten hoogste één jaar                               | 47/48                                    | 121.422            | 188.321            | 299.660            | 722.763            | 1.112.429          |
| + Overlopende rekeningen van het passief                                 | 492/3                                    | 32.841.045         | 33.760.645         | 32.577.576         | 30.883.626         | 25.494.687         |
| <b>= Operationeel vreemd vermogen op korte termijn</b>                   | <b>( 42/48  -  42  -  43  +  492/3 )</b> | <b>140.516.844</b> | <b>149.188.141</b> | <b>146.280.307</b> | <b>154.754.917</b> | <b>152.377.515</b> |

|                                                                        |                                                                    |                    |                    |                    |                    |                    |
|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Vlottende bedrijfsactiva (operationele activa op korte termijn)</b> | <b>( 3  +  40/41  +  490/1 )</b>                                   | <b>263.813.934</b> | <b>285.063.994</b> | <b>171.701.212</b> | <b>142.010.369</b> | <b>150.871.426</b> |
| <b>- Operationeel vreemd vermogen op korte termijn</b>                 | <b>( 42/48  -  42  -  43  +  492/3 )</b>                           | <b>140.516.844</b> | <b>149.188.141</b> | <b>146.280.307</b> | <b>154.754.917</b> | <b>152.377.515</b> |
| <b>= Nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                                 | <b>( 3  +  40/41  +  490/1  -  42/48  +  42  +  43  -  492/3 )</b> | <b>123.297.090</b> | <b>135.875.853</b> | <b>25.420.905</b>  | <b>-12.744.548</b> | <b>-1.506.089</b>  |

| <b>Δ nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                      | <b>CODES</b>      | <b>2019</b>       | <b>2020</b>         | <b>2021</b>        | <b>2022</b>      |
|-------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|---------------------|--------------------|------------------|
| Eindwaarde - beginwaarde nettobedrijfskapitaalbehoefte      |                   | 12.578.763        | -110.454.948        | -38.165.453        | 11.238.459       |
| + Waardeverminderingen op vlottende activa van het boekjaar | (<631/4> + <651>) | 377.679           | 1.371.214           | 1.547.503          | -1.975.819       |
| <b>= Δ nettobedrijfskapitaalbehoefte</b>                    |                   | <b>12.956.442</b> | <b>-109.083.734</b> | <b>-36.617.950</b> | <b>9.262.640</b> |

| (Des)investeringen oprichtingskosten                        | CODES  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------------------------------------------------|--------|------|------|------|------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)       | -Δ 20  | -    | -    | -    | -    |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar   | - 8003 | -    | -    | -    | -    |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen oprichtingskosten</b> |        | -    | -    | -    | -    |

| (Des)investeringen immateriële vaste activa                        | CODES       | 2019            | 2020           | 2021     | 2022     |
|--------------------------------------------------------------------|-------------|-----------------|----------------|----------|----------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)              | -Δ 21       | -327.632        | 150.824        | 216.607  | 155.683  |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar          | -( 8071-5 ) | -135.332        | -214.804       | -216.607 | -155.683 |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen immateriële vaste activa</b> |             | <b>-462.964</b> | <b>-63.980</b> | -        | -        |

| (Des)investeringen materiële vaste activa                        | CODES                  | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|------------------------------------------------------------------|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)            | -Δ 22/27               | 1.113.368         | 2.433.809         | 251.411           | 124.293           |
| - Afschrijvingen en waardeverminderingen van het boekjaar        | -( 8271-6 )            | -4.342.352        | -4.142.371        | -3.578.091        | -3.343.922        |
| + (Geboekte - afgeboekte) meerwaarden                            | +( 8211-6  -  8231-6 ) | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen materiële vaste activa</b> |                        | <b>-3.228.984</b> | <b>-1.708.562</b> | <b>-3.326.680</b> | <b>-3.219.629</b> |

| (Des)investeringen financiële vaste activa                        | CODES                  | 2019          | 2020          | 2021        | 2022          |
|-------------------------------------------------------------------|------------------------|---------------|---------------|-------------|---------------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)             | -Δ 28                  | -2.331        | -1.820        | -135        | -9.845        |
| - Waardeverminderingen van het boekjaar                           | -( 8471-3  +  8601-3 ) | -             | -             | -           | -             |
| + (Geboekte - afgeboekte) meerwaarden                             | +( 8411-3  -  8431-3 ) | -             | -             | -           | -             |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen financiële vaste activa</b> |                        | <b>-2.331</b> | <b>-1.820</b> | <b>-135</b> | <b>-9.845</b> |

| (Des)investeringen vorderingen op meer dan één jaar                        | CODES | 2019 | 2020 | 2021               | 2022 |
|----------------------------------------------------------------------------|-------|------|------|--------------------|------|
| - Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering)                      | -Δ 29 | -    | -    | -50.000.000        | -    |
| - Waardeverminderingen van het boekjaar                                    | nb    | -    | -    | -                  | -    |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen vorderingen op meer dan één jaar</b> |       | -    | -    | <b>-50.000.000</b> | -    |

| Kasstroom uit (des)investeringen in (uitgebreide) vaste activa           | CODES                            | 2019              | 2020              | 2021               | 2022              |
|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| Totaal desinvesteringen                                                  | Σ (des)investeringen (zie boven) | -3.694.279        | -1.774.362        | -53.326.815        | -3.229.474        |
| - Minderwaarde bij de realisatie van vaste activa                        | -( 6630  +  6631 )               | -                 | -                 | -                  | -                 |
| + Terugneming van afschrijvingen en waardeverminderingen op vaste activa | +( 760  +  761 )                 | -                 | -                 | -                  | -                 |
| <b>= Kasstroom uit (des)investeringen in (uitgebreide) vaste activa</b>  |                                  | <b>-3.694.279</b> | <b>-1.774.362</b> | <b>-53.326.815</b> | <b>-3.229.474</b> |

| Financiering met financieel vreemd vermogen                                                         | CODES                                                                                   | 2019    | 2020     | 2021     | 2022      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|---------|----------|----------|-----------|
| Financiële kaskosten van het vreemd vermogen                                                        | -( 650  +  653  -  9126  -  6501 )                                                      | -19.871 | -20.086  | -31.102  | -21       |
| + Financiering met voorzieningen en uitgestelde belastingen                                         | (Δ 16  - <635/8> -  6560  +  6561  +  7620  +  7621  - <6620> - <6621> +  780  -  680 ) | -       | -        | -        | 1         |
| Eindboekwaarde - beginboekwaarde (nettoverandering) van de voorzieningen en uitgestelde belastingen | Δ 16                                                                                    | 89.673  | 606.762  | 178.607  | -416.583  |
| - Voorzieningen en uitgestelde belastingen van het boekjaar                                         | -( <635/8> +  6560  -  6561  -  7620  -  7621  + <6620> + <6621> -  780  +  680  )      | -89.673 | -606.762 | -178.607 | 416.584   |
| + Financiering met schulden op meer dan één jaar                                                    | Δ 17                                                                                    | -       | -        | -        | -         |
| + Financiering met schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen                      | Δ 42                                                                                    | -       | -        | -        | -         |
| + Financiering met financiële schulden op ten hoogste één jaar                                      | Δ 43                                                                                    | -       | -        | -        | 1.438.502 |
| = KASSTROOM UIT FINANCIËEL VREEMD VERMOGEN                                                          |                                                                                         | -19.871 | -20.086  | -31.102  | 1.438.482 |

| Financiering met extern eigen vermogen                          | CODES            | 2019 | 2020         | 2021 | 2022 |
|-----------------------------------------------------------------|------------------|------|--------------|------|------|
| Financiering met inbreng of terugbetaling van kapitaal          | Δ 10/11          | -    | -            | -    | -    |
| - Uit te keren winst                                            | - 694/7          | -    | -126.549.410 | -    | -    |
| + Tussenkost van de vennoten in het verlies                     | + 794            | -    | -            | -    | -    |
| - Voorschot aan de vennoten op de verdeling van het nettoactief | -Δ 19            | -    | -            | -    | -    |
| + Financiering met kapitaalsubsidies                            | (Δ 15  +  9125 ) | -    | -            | -    | -    |
| = KASSTROOM UIT EXTERN EIGEN VERMOGEN                           |                  | -    | -126.549.410 | -    | -    |

## Bijlage 5: Berekening nettobedrijfskapitaal

| Nettobedrijfskapitaal Coolblue     | Codes                 | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             |
|------------------------------------|-----------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| (Beperkte) vlottende activa        | (( 29/58  -  29 ))    | 28.858.763       | 19.830.233       | 26.128.136       | 30.274.838       |
| - Vreemd vermogen op korte termijn | - ( 42/48  +  492/3 ) | -21.986.573      | -14.997.388      | -22.283.220      | -24.340.262      |
| <b>= Nettobedrijfskapitaal</b>     |                       | <b>6.872.190</b> | <b>4.832.845</b> | <b>3.844.916</b> | <b>5.934.576</b> |

| Nettobedrijfskapitaal Electro Depot | Codes                 | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|-------------------------------------|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| (Beperkte) vlottende activa         | (( 29/58  -  29 ))    | 8.635.947         | 12.994.753        | 11.865.657        | 14.286.599        |
| - Vreemd vermogen op korte termijn  | - ( 42/48  +  492/3 ) | -12.432.290       | -15.523.572       | -14.226.083       | -15.619.488       |
| <b>= Nettobedrijfskapitaal</b>      |                       | <b>-3.796.343</b> | <b>-2.528.819</b> | <b>-2.360.426</b> | <b>-1.332.889</b> |

| Nettobedrijfskapitaal Kräfel       | Codes                 | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
|------------------------------------|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| (Beperkte) vlottende activa        | (( 29/58  -  29 ))    | 120.677.388       | 144.744.539       | 130.845.729       | 120.506.548       |
| - Vreemd vermogen op korte termijn | - ( 42/48  +  492/3 ) | -75.685.334       | -115.597.163      | -97.781.996       | -89.610.706       |
| <b>= Nettobedrijfskapitaal</b>     |                       | <b>44.992.054</b> | <b>29.147.376</b> | <b>33.063.733</b> | <b>30.895.842</b> |

| Nettobedrijfskapitaal Vanden Borre | Codes                 | 2019               | 2020              | 2021              | 2022             |
|------------------------------------|-----------------------|--------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| (Beperkte) vlottende activa        | (( 29/58  -  29 ))    | 289.794.318        | 176.771.746       | 147.575.437       | 155.762.243      |
| - Vreemd vermogen op korte termijn | - ( 42/48  +  492/3 ) | -149.188.141       | -146.280.307      | -154.754.917      | -153.816.017     |
| <b>= Nettobedrijfskapitaal</b>     |                       | <b>140.606.177</b> | <b>30.491.439</b> | <b>-7.179.480</b> | <b>1.946.226</b> |

## Bijlage 6: Berekening current ratio

| Current ratio Coolblue             | Codes                 | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|------------------------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (Beperkte) vlottende activa        | (( 29/58  -  29 ))    | 28.858.763  | 19.830.233  | 26.128.136  | 30.274.838  |
| ÷ Vreemd vermogen op korte termijn | ÷ ( 42/48  +  492/3 ) | 21.986.573  | 14.997.388  | 22.283.220  | 24.340.262  |
| <b>= Current ratio</b>             |                       | <b>1,31</b> | <b>1,32</b> | <b>1,17</b> | <b>1,24</b> |

| Current ratio Electro Depot        | Codes                 | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|------------------------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (Beperkte) vlottende activa        | (( 29/58  -  29 ))    | 8.635.947   | 12.994.753  | 11.865.657  | 14.286.599  |
| ÷ Vreemd vermogen op korte termijn | ÷ ( 42/48  +  492/3 ) | 12.432.290  | 15.523.572  | 14.226.083  | 15.619.488  |
| <b>= Current ratio</b>             |                       | <b>0,69</b> | <b>0,84</b> | <b>0,83</b> | <b>0,91</b> |

| Current ratio Kräfel               | Codes                 | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|------------------------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (Beperkte) vlottende activa        | (( 29/58  -  29 ))    | 120.677.388 | 144.744.539 | 130.845.729 | 120.506.548 |
| ÷ Vreemd vermogen op korte termijn | ÷ ( 42/48  +  492/3 ) | 75.685.334  | 115.597.163 | 97.781.996  | 89.610.706  |
| <b>= Current ratio</b>             |                       | <b>1,59</b> | <b>1,25</b> | <b>1,34</b> | <b>1,34</b> |

| Current ratio Vanden Borre         | Codes                 | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|------------------------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (Beperkte) vlottende activa        | (( 29/58  -  29 ))    | 289.794.318 | 176.771.746 | 147.575.437 | 155.762.243 |
| ÷ Vreemd vermogen op korte termijn | ÷ ( 42/48  +  492/3 ) | 149.188.141 | 146.280.307 | 154.754.917 | 153.816.017 |
| <b>= Current ratio</b>             |                       | <b>1,94</b> | <b>1,21</b> | <b>0,95</b> | <b>1,01</b> |

## Bijlage 7: Berekening quick ratio

| Quick ratio Coolblue                                                        | Codes                            | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Vorderingen op ten hoogste één jaar +<br>geldbeleggingen + liquide middelen | ( 40/41  +  50/53  +<br> 54/58 ) | 26.255.135  | 15.558.570  | 19.056.862  | 24.195.625  |
| ÷ Schulden op ten hoogste één jaar                                          | ÷  42/48                         | 21.980.785  | 14.997.388  | 21.228.463  | 23.425.554  |
| <b>= Quick ratio</b>                                                        |                                  | <b>1,19</b> | <b>1,04</b> | <b>0,90</b> | <b>1,03</b> |

| Quick ratio Electro Depot                                                   | Codes                            | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Vorderingen op ten hoogste één jaar +<br>geldbeleggingen + liquide middelen | ( 40/41  +  50/53  +<br> 54/58 ) | 1.440.103   | 4.674.515   | 1.456.707   | 2.346.087   |
| ÷ Schulden op ten hoogste één jaar                                          | ÷  42/48                         | 9.082.209   | 11.028.222  | 8.562.423   | 9.413.858   |
| <b>= Quick ratio</b>                                                        |                                  | <b>0,16</b> | <b>0,42</b> | <b>0,17</b> | <b>0,25</b> |

| Quick ratio Kréfel                                                          | Codes                            | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Vorderingen op ten hoogste één jaar +<br>geldbeleggingen + liquide middelen | ( 40/41  +  50/53  +<br> 54/58 ) | 36.947.188  | 62.816.236  | 36.814.300  | 36.532.789  |
| ÷ Schulden op ten hoogste één jaar                                          | ÷  42/48                         | 75.398.502  | 115.389.683 | 97.772.350  | 89.514.939  |
| <b>= Quick ratio</b>                                                        |                                  | <b>0,49</b> | <b>0,54</b> | <b>0,38</b> | <b>0,41</b> |

| Quick ratio Vanden Borre                                                    | Codes                            | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Vorderingen op ten hoogste één jaar +<br>geldbeleggingen + liquide middelen | ( 40/41  +  50/53  +<br> 54/58 ) | 207.449.479 | 99.904.650  | 64.017.872  | 74.398.568  |
| ÷ Schulden op ten hoogste één jaar                                          | ÷  42/48                         | 115.427.496 | 113.702.731 | 123.871.291 | 128.321.330 |
| <b>= Quick ratio</b>                                                        |                                  | <b>1,80</b> | <b>0,88</b> | <b>0,52</b> | <b>0,58</b> |

## Bijlage 8: Berekening voorraadrotatie

| Voorraadrotatie Coolblue  | Codes                                                   | 2019          | 2020          | 2021         | 2022         |
|---------------------------|---------------------------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Kostprijs van de verkopen | ( 60/66A  -  66A  -<br><71> -  72  -  740  -<br> 9125 ) | 372.077.965   | 550.835.483   | 562.358.193  | 536.454.885  |
| ÷ Voorraden               | ÷  3                                                    | 2.429.895     | 4.062.647     | 6.862.326    | 5.846.416    |
| <b>= Voorraadrotatie</b>  |                                                         | <b>153,13</b> | <b>135,59</b> | <b>81,95</b> | <b>91,76</b> |

| Voorraadrotatie Electro Depot | Codes                                                   | 2019        | 2020         | 2021        | 2022        |
|-------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Kostprijs van de verkopen     | ( 60/66A  -  66A  -<br><71> -  72  -  740  -<br> 9125 ) | 65.422.560  | 83.319.349   | 97.698.018  | 105.909.454 |
| ÷ Voorraden                   | ÷  3                                                    | 6.917.251   | 8.093.170    | 10.150.730  | 11.310.710  |
| <b>= Voorraadrotatie</b>      |                                                         | <b>9,46</b> | <b>10,30</b> | <b>9,62</b> | <b>9,36</b> |

| Voorraadrotatie Kréfel    | Codes                                                   | 2019         | 2020        | 2021        | 2022        |
|---------------------------|---------------------------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Kostprijs van de verkopen | ( 60/66A  -  66A  -<br><71> -  72  -  740  -<br> 9125 ) | 307.182.034  | 461.568.179 | 508.949.589 | 465.565.289 |
| ÷ Voorraden               | ÷  3                                                    | 81.921.653   | 80.320.773  | 92.103.923  | 82.100.902  |
| <b>= Voorraadrotatie</b>  |                                                         | <b>*5,00</b> | <b>5,75</b> | <b>5,53</b> | <b>5,67</b> |

| Voorraadrotatie Vanden Borre | Codes                                                   | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Kostprijs van de verkopen    | ( 60/66A  -  66A  -<br><71> -  72  -  740  -<br> 9125 ) | 435.377.338 | 480.989.813 | 527.195.481 | 511.093.780 |
| ÷ Voorraden                  | ÷  3                                                    | 69.277.649  | 60.773.679  | 71.240.693  | 69.790.181  |
| <b>= Voorraadrotatie</b>     |                                                         | <b>6,28</b> | <b>7,91</b> | <b>7,40</b> | <b>7,32</b> |

## Bijlage 9: Berekening aantal dagen voorraad

| Aantal dagen voorraad Coolblue    | Codes                                                      | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|-----------------------------------|------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Voorraden                         | 3                                                          | 2.429.895   | 4.062.647   | 6.862.326   | 5.846.416   |
| ÷ Kostprijs van de verkopen / 365 | ÷ (( 60/66A  -  66A  - <71> -  72  -  740  -  9125 ) / 365 | 1.019.392   | 1.509.138   | 1.540.707   | 1.469.739   |
| <b>= Aantal dagen voorraad</b>    |                                                            | <b>2,38</b> | <b>2,69</b> | <b>4,45</b> | <b>3,98</b> |

| Aantal dagen voorraad Electro Depot | Codes                                                      | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|-------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Voorraden                           | 3                                                          | 6.917.251    | 8.093.170    | 10.150.730   | 11.310.710   |
| ÷ Kostprijs van de verkopen / 365   | ÷ (( 60/66A  -  66A  - <71> -  72  -  740  -  9125 ) / 365 | 179.240      | 228.272      | 267.666      | 290.163      |
| <b>= Aantal dagen voorraad</b>      |                                                            | <b>38,59</b> | <b>35,45</b> | <b>37,92</b> | <b>38,98</b> |

| Aantal dagen voorraad Krëfel      | Codes                                                      | 2019          | 2020         | 2021         | 2022         |
|-----------------------------------|------------------------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Voorraden                         | 3                                                          | 81.921.653    | 80.320.773   | 92.103.923   | 82.100.902   |
| ÷ Kostprijs van de verkopen / 365 | ÷ (( 60/66A  -  66A  - <71> -  72  -  740  -  9125 ) / 365 | 1.122.126     | 1.264.570    | 1.394.382    | 1.275.521    |
| <b>= Aantal dagen voorraad</b>    |                                                            | <b>*73,01</b> | <b>63,52</b> | <b>66,05</b> | <b>64,37</b> |

| Aantal dagen voorraad Vanden Borre | Codes                                                      | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Voorraden                          | 3                                                          | 69.277.649   | 60.773.679   | 71.240.693   | 69.790.181   |
| ÷ Kostprijs van de verkopen / 365  | ÷ (( 60/66A  -  66A  - <71> -  72  -  740  -  9125 ) / 365 | 1.192.815    | 1.317.780    | 1.444.371    | 1.400.257    |
| <b>= Aantal dagen voorraad</b>     |                                                            | <b>58,08</b> | <b>46,12</b> | <b>49,32</b> | <b>49,84</b> |

## Bijlage 10: Berekening aantal dagen klantenkrediet

| Aantal dagen klantenkrediet Coolblue       | Codes                                   | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|--------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| handelsvorderingen op ten hoogste één jaar | 40                                      | 7.386.189   | 5.902.388   | 6.484.712   | 5.648.749   |
| ÷ verkopen (inclusief btw) / 365           | ÷ (( 70  +  74  -  740  +  9146 ) / 365 | 1.227.534   | 1.981.112   | 2.221.236   | 2.148.914   |
| <b>= Aantal dagen klantenkrediet</b>       |                                         | <b>6,02</b> | <b>2,98</b> | <b>2,92</b> | <b>2,63</b> |

| Aantal dagen klantenkrediet Electro Depot  | Codes                                   | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|--------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| handelsvorderingen op ten hoogste één jaar | 40                                      | 53.199      | 63.309      | 149.141     | 224.914     |
| ÷ verkopen (inclusief btw) / 365           | ÷ (( 70  +  74  -  740  +  9146 ) / 365 | 251.200     | 323.407     | 378.273     | 402.561     |
| <b>= Aantal dagen klantenkrediet</b>       |                                         | <b>0,21</b> | <b>0,20</b> | <b>0,39</b> | <b>0,56</b> |

| Aantal dagen klantenkrediet Krëfel         | Codes                                   | 2019          | 2020         | 2021         | 2022         |
|--------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| handelsvorderingen op ten hoogste één jaar | 40                                      | 23.063.882    | 28.023.136   | 30.252.887   | 27.870.383   |
| ÷ verkopen (inclusief btw) / 365           | ÷ (( 70  +  74  -  740  +  9146 ) / 365 | 1.361.493     | 1.548.642    | 1.683.416    | 1.544.802    |
| <b>= Aantal dagen klantenkrediet</b>       |                                         | <b>*16,94</b> | <b>18,10</b> | <b>17,97</b> | <b>18,04</b> |

| Aantal dagen klantenkrediet Vanden Borre   | Codes                                   | 2019        | 2020         | 2021         | 2022         |
|--------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| handelsvorderingen op ten hoogste één jaar | 40                                      | 9.847.962   | 22.118.789   | 20.906.628   | 24.794.611   |
| ÷ verkopen (inclusief btw) / 365           | ÷ (( 70  +  74  -  740  +  9146 ) / 365 | 1.495.486   | 1.660.546    | 1.810.647    | 1.747.478    |
| <b>= Aantal dagen klantenkrediet</b>       |                                         | <b>6,59</b> | <b>13,32</b> | <b>11,55</b> | <b>14,19</b> |



## Bijlage 11: Berekening aantal dagen leverancierskrediet

| Aantal dagen leverancierskrediet Coolblue | Codes                             | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|-------------------------------------------|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Handelsschulden op ten hoogste één jaar   | 44                                | 6.474.469   | 2.299.924   | 2.536.558   | 2.240.441   |
| ÷ Inkopen (inclusief btw) / 365           | ÷ ( 600/8  +  61  +  9145 ) / 365 | 1.056.652   | 1.686.745   | 1.867.585   | 1.750.433   |
| <b>= Aantal dagen leverancierskrediet</b> |                                   | <b>6,13</b> | <b>1,36</b> | <b>1,36</b> | <b>1,28</b> |

| Aantal dagen leverancierskrediet Electro Depot | Codes                             | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|------------------------------------------------|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Handelsschulden op ten hoogste één jaar        | 44                                | 5.132.624    | 6.736.143    | 3.468.844    | 4.281.701    |
| ÷ Inkopen (inclusief btw) / 365                | ÷ ( 600/8  +  61  +  9145 ) / 365 | 202.526      | 255.248      | 301.670      | 321.120      |
| <b>= Aantal dagen leverancierskrediet</b>      |                                   | <b>25,34</b> | <b>26,39</b> | <b>11,50</b> | <b>13,33</b> |

| Aantal dagen leverancierskrediet Krēfel   | Codes                             | 2019          | 2020         | 2021         | 2022         |
|-------------------------------------------|-----------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Handelsschulden op ten hoogste één jaar   | 44                                | 49.934.756    | 54.019.309   | 54.873.274   | 42.089.681   |
| ÷ Inkopen (inclusief btw) / 365           | ÷ ( 600/8  +  61  +  9145 ) / 365 | 1.173.245     | 1.290.654    | 1.442.507    | 1.288.603    |
| <b>= Aantal dagen leverancierskrediet</b> |                                   | <b>*42,56</b> | <b>41,85</b> | <b>38,04</b> | <b>32,66</b> |

| Aantal dagen leverancierskrediet Vanden Borre | Codes                             | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|-----------------------------------------------|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Handelsschulden op ten hoogste één jaar       | 44                                | 93.285.961   | 88.346.840   | 97.700.645   | 100.809.819  |
| ÷ Inkopen (inclusief btw) / 365               | ÷ ( 600/8  +  61  +  9145 ) / 365 | 1.198.929    | 1.340.750    | 1.524.758    | 1.445.000    |
| <b>= Aantal dagen leverancierskrediet</b>     |                                   | <b>77,81</b> | <b>65,89</b> | <b>64,08</b> | <b>69,76</b> |

## Bijlage 12: Berekening algemene schuldgraad

| Algemene schuldgraad Coolblue     | Codes            | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-----------------------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vreemd vermogen                   | ( 16  +  17/49 ) | 22.265.486    | 15.528.588    | 22.816.720    | 24.898.604    |
| ÷ Totaal vermogen                 | ÷ ( 10/49 )      | 32.349.373    | 27.314.225    | 36.214.833    | 39.803.767    |
| <b>= Algemene schuldgraad (%)</b> |                  | <b>68,83%</b> | <b>56,85%</b> | <b>63,00%</b> | <b>62,55%</b> |

| Algemene schuldgraad Electro Depot | Codes            | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|------------------------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vreemd vermogen                    | ( 16  +  17/49 ) | 13.977.191    | 17.563.860    | 16.208.198    | 17.529.999    |
| ÷ Totaal vermogen                  | ÷ ( 10/49 )      | 15.030.397    | 20.083.320    | 20.085.525    | 21.660.228    |
| <b>= Algemene schuldgraad (%)</b>  |                  | <b>92,99%</b> | <b>87,45%</b> | <b>80,70%</b> | <b>80,93%</b> |

| Algemene schuldgraad Krēfel       | Codes            | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-----------------------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vreemd vermogen                   | ( 16  +  17/49 ) | 78.378.828    | 119.915.029   | 101.485.853   | 93.110.256    |
| ÷ Totaal vermogen                 | ÷ ( 10/49 )      | 150.157.553   | 172.089.460   | 159.909.029   | 149.809.295   |
| <b>= Algemene schuldgraad (%)</b> |                  | <b>52,20%</b> | <b>69,68%</b> | <b>63,46%</b> | <b>62,15%</b> |

| Algemene schuldgraad Vanden Borre | Codes            | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-----------------------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vreemd vermogen                   | ( 16  +  17/49 ) | 154.817.949   | 152.516.876   | 161.170.093   | 159.814.609   |
| ÷ Totaal vermogen                 | ÷ ( 10/49 )      | 306.337.220   | 190.731.836   | 211.067.644   | 218.984.321   |
| <b>= Algemene schuldgraad (%)</b> |                  | <b>50,54%</b> | <b>79,96%</b> | <b>76,36%</b> | <b>72,98%</b> |

### Bijlage 13: Berekening financiële onafhankelijkheidsgraad

| Financiële onafhankelijkheidsgraad Coolblue     | Codes       | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-------------------------------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Eigen vermogen                                  | <10/15>     | 10.083.888    | 11.785.638    | 13.398.113    | 14.905.163    |
| ÷ Totaal vermogen                               | ÷ ( 10/49 ) | 32.349.373    | 27.314.225    | 36.214.833    | 39.803.767    |
| <b>= Financiële onafhankelijkheidsgraad (%)</b> |             | <b>31,17%</b> | <b>43,15%</b> | <b>37,00%</b> | <b>37,45%</b> |

| Financiële onafhankelijkheidsgraad Electro Depot | Codes       | 2019         | 2020          | 2021          | 2022          |
|--------------------------------------------------|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Eigen vermogen                                   | <10/15>     | 1.053.206    | 2.519.461     | 3.877.327     | 4.130.229     |
| ÷ Totaal vermogen                                | ÷ ( 10/49 ) | 15.030.397   | 20.083.320    | 20.085.525    | 21.660.228    |
| <b>= Financiële onafhankelijkheidsgraad (%)</b>  |             | <b>7,01%</b> | <b>12,55%</b> | <b>19,30%</b> | <b>19,07%</b> |

| Financiële onafhankelijkheidsgraad Krēfel       | Codes       | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-------------------------------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Eigen vermogen                                  | <10/15>     | 71.778.724    | 52.174.431    | 58.423.177    | 56.699.038    |
| ÷ Totaal vermogen                               | ÷ ( 10/49 ) | 150.157.553   | 172.089.460   | 159.909.029   | 149.809.295   |
| <b>= Financiële onafhankelijkheidsgraad (%)</b> |             | <b>47,80%</b> | <b>30,32%</b> | <b>36,54%</b> | <b>37,85%</b> |

| Financiële onafhankelijkheidsgraad Vanden Borre | Codes       | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-------------------------------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Eigen vermogen                                  | <10/15>     | 151.519.271   | 38.214.959    | 49.897.551    | 59.169.712    |
| ÷ Totaal vermogen                               | ÷ ( 10/49 ) | 306.337.220   | 190.731.836   | 211.067.644   | 218.984.321   |
| <b>= Financiële onafhankelijkheidsgraad (%)</b> |             | <b>49,46%</b> | <b>20,04%</b> | <b>23,64%</b> | <b>27,02%</b> |

### Bijlage 14: Berekening zelffinancieringsgraad

| Zelffinancieringsgraad Coolblue     | Codes         | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Reserves + overgedragen resultaat   | ( 13  + <14>) | 10.022.388    | 11.724.138    | 13.336.613    | 14.843.663    |
| ÷ Totaal vermogen                   | ÷ ( 10/49 )   | 32.349.373    | 27.314.225    | 36.214.833    | 39.803.767    |
| <b>= Zelffinancieringsgraad (%)</b> |               | <b>30,98%</b> | <b>42,92%</b> | <b>36,83%</b> | <b>37,29%</b> |

| Zelffinancieringsgraad Electro Depot | Codes         | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           |
|--------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Reserves + overgedragen resultaat    | ( 13  + <14>) | -5.946.794     | -4.480.539     | -3.122.673     | -2.869.771     |
| ÷ Totaal vermogen                    | ÷ ( 10/49 )   | 15.030.397     | 20.083.320     | 20.085.525     | 21.660.228     |
| <b>= Zelffinancieringsgraad (%)</b>  |               | <b>-39,57%</b> | <b>-22,31%</b> | <b>-15,55%</b> | <b>-13,25%</b> |

| Zelffinancieringsgraad Krēfel       | Codes         | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Reserves + overgedragen resultaat   | ( 13  + <14>) | 66.478.724    | 46.874.431    | 53.123.177    | 51.399.038    |
| ÷ Totaal vermogen                   | ÷ ( 10/49 )   | 150.157.553   | 172.089.460   | 159.909.029   | 149.809.295   |
| <b>= Zelffinancieringsgraad (%)</b> |               | <b>44,27%</b> | <b>27,24%</b> | <b>33,22%</b> | <b>34,31%</b> |

| Zelffinancieringsgraad Vanden Borre | Codes         | 2019          | 2020         | 2021          | 2022          |
|-------------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| Reserves + overgedragen resultaat   | ( 13  + <14>) | 128.866.810   | 15.562.499   | 27.245.091    | 36.517.251    |
| ÷ Totaal vermogen                   | ÷ ( 10/49 )   | 306.337.220   | 190.731.836  | 211.067.644   | 218.984.321   |
| <b>= Zelffinancieringsgraad (%)</b> |               | <b>42,07%</b> | <b>8,16%</b> | <b>12,91%</b> | <b>16,68%</b> |

Bijlage 15: Berekening dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT

| Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT Coolblue | Codes                                      | 2019          | 2020         | 2021          | 2022          |
|-----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| EBIT                                                                        | (<9904> +  9134  +  650  +  653  -  9126 ) | 1.809.452     | 2.381.137    | 2.260.400     | 2.217.630     |
| ÷ Totaal vermogen                                                           | ÷ ( 650  +  653  -  9126 )                 | 7.968         | 27.154       | 17.569        | 19.847        |
| <b>= Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT</b> |                                            | <b>227,09</b> | <b>87,69</b> | <b>128,66</b> | <b>111,74</b> |

| Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT Electro Depot | Codes                                      | 2019        | 2020          | 2021            | 2022            |
|----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|-------------|---------------|-----------------|-----------------|
| EBIT                                                                             | (<9904> +  9134  +  650  +  653  -  9126 ) | 635.042     | 1.847.455     | 1.582.992       | 293.715         |
| ÷ Totaal vermogen                                                                | ÷ ( 650  +  653  -  9126 )                 | 188.812     | 2.444         | 801             | 200             |
| <b>= Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT</b>      |                                            | <b>3,36</b> | <b>755,91</b> | <b>1.976,27</b> | <b>1.468,58</b> |

| Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT Kréfel   | Codes                                      | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|-----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT                                                                        | (<9904> +  9134  +  650  +  653  -  9126 ) | 6.874.183    | 15.282.939   | 12.340.707   | -1.296.351   |
| ÷ Totaal vermogen                                                           | ÷ ( 650  +  653  -  9126 )                 | 158.472      | 166.659      | 471.617      | 377.788      |
| <b>= Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT</b> |                                            | <b>43,38</b> | <b>91,70</b> | <b>26,17</b> | <b>-3,43</b> |

| Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT Vanden Borre | Codes                                      | 2019          | 2020          | 2021          | 2022              |
|---------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|
| EBIT                                                                            | (<9904> +  9134  +  650  +  653  -  9126 ) | 14.412.106    | 18.804.226    | 16.458.147    | 13.241.873        |
| ÷ Totaal vermogen                                                               | ÷ ( 650  +  653  -  9126 )                 | 19.871        | 20.086        | 31.102        | 21                |
| <b>= Dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door EBIT</b>     |                                            | <b>725,28</b> | <b>936,19</b> | <b>529,17</b> | <b>630.565,38</b> |