



Corporaties in beeld: 2021

De jaarverslagen van de 100 grootste woningcorporaties

Johan Conijn en Jelmer Dioncre
21 november 2022

finance
ideas

Inhoud	1
1. Voorwoord	2
2. Samenvatting	3
3. Het exploitatieresultaat	5
4. Investeringen	9
5. Financiering	12
6. Balansontwikkelingen	13
7. Verloop van de financiële ratio's	15
8. Het verloop van de waterval	16
9. De aangepaste ICR	18
Bijlage: De 100 woningcorporaties	20

1. Voorwoord

Jaarlijks voert Finance Ideas een analyse uit van de gepubliceerde jaarrekeningen van woningcorporaties. Hiervoor is een selectie gemaakt van de 100 grootste woningcorporaties. Deze groep van woningcorporaties geeft een goed beeld van de ontwikkelingen van de sector. Dit is zeker het geval wat betreft de investeringen omdat het merendeel van de investeringen door deze woningcorporaties wordt uitgevoerd.

De informatie die aan de gepubliceerde jaarverslagen is ontleend, heeft betrekking op het kasstroomoverzicht, de winst- en verliesrekening en de balans, voor de DAEB tak en de niet-DAEB tak afzonderlijk. Hierbij zijn niet alleen de gegevens over 2021, maar ook die van 2020 in de analyse betrokken, zodat veranderingen in 2021 ten opzichte van 2020 vastgesteld kunnen worden.

In de analyse van de jaarverslagen komen de volgende thema's aan bod:

- De vastgoedexploitatiekasstroom en de operationele kasstroom
- De (des)investeringen
- De financiering
- De balansontwikkelingen
- Het verloop van de financiële ratio's
- De waterval van marktwaarde naar beleidswaarde
- De hoogte van de aangepaste Interest Coverage Ratio

2. Samenvatting

De jaarverslagen van de 100 grootste woningcorporaties laten zien dat de financiële positie van de DAEB takken van deze woningcorporaties in 2021 is verslechterd. De vastgoedexploitatie-kasstroom is gedaald omdat mede als gevolg van de huurbevriezing de stijging van de onderhoudsuitgaven niet opgevangen kon worden. De exploitatiekasstroom laat een nog slechter beeld zien dan de vastgoedexploitatie-kasstroom en is gemiddeld gedaald met 7,9%. Daar waar in het verleden de daling van de rente-uitgaven een positief effect had op het verloop van de exploitatiekasstroom, was dat in 2021 amper meer het geval. De toename van de vennootschapsbelasting met 17,9% heeft mede bijgedragen aan de lagere operationele kasstroom. In de niet-DAEB takken is daarentegen sprake van een stijgende operationele kasstroom. Voor de meeste niet-DAEB woningen gold in 2021 geen huurbevriezing waardoor de huursom per gewogen verhuureenheid met 2,1% is gestegen. De gestegen uitgaven konden mede hierdoor gedekt worden.

In de DAEB takken is de stijgende lijn van de investeringen voortgezet. De investeringen voor nieuwbouw zijn in 2021 met 11,3% toegenomen. Verwacht mag worden dat de toename van de investeringen voor nieuwbouw in 2022 tot meer gereedgemaakte woningen zal leiden. De verbeteruitgaven zijn met 12,9% gestegen. Uitgaven voor de verduurzaming van de woningen maken hier onderdeel van uit. De niet-DAEB takken van de 100 grootste woningcorporaties laten nog steeds een krimp zien. Weliswaar zijn er blijkens de daling van de verkoopopbrengsten minder huurwoningen verkocht, de investeringen in middeldure huurwoningen zijn echter nog steeds op een laag peil gebleven en de aankoop van woningen is met 5,8% gedaald. Daar staat tegenover dat de verbeteruitgaven met 24,7% zijn gestegen.

De verslechterde operationele kasstroom en de stijgende investeringen hebben in de DAEB takken geleid tot een stijging van de financieringsbehoefte. Deels is in deze financieringsbehoefte voorzien door de leningportefeuille te laten groeien. In 2021 was er een toename van de leningportefeuille met 2,6%. Deels zijn de aflossingen van de interne leningen die bij de DAEB-scheiding in 2018 aan de niet-DAEB takken zijn verstrekt, daarvoor gebruikt. De krimp van de niet-DAEB takken komt ook naar voren bij de financieringskasstroom. Bij de niet-DAEB takken vloeit de financieringsbehoefte vooral voort uit de aflossing op de interne leningen. De totale leningportefeuille, interne leningen plus externe leningen, zijn in 2021 gedaald met 6,3% gedaald.

De balansen van de woningcorporaties zijn ook in 2021 gedomineerd door de waardeverhoging van het vastgoed. De waardering van het vastgoed vindt plaats op basis van marktwaarde. Hierdoor is de waarde van het vastgoed in exploitatie in de DAEB takken met 16,0% toegenomen en in de niet-DAEB takken met 12,7%. Deze stijging van de waarde weerspiegelt zich vervolgens ook in de toename van het eigen vermogen op basis van marktwaarde. In de DAEB takken is het eigen vermogen met 19,3% gestegen en in de niet-DAEB takken met 16,7%. Woningcorporaties realiseren de marktwaarde echter niet. De sterke stijging van de marktwaarde en van het eigen vermogen zijn 'vogels in de lucht'.

De ontwikkeling van de financiële ratio's laat een gemengd beeld zien. In de DAEB takken is de ICR gemiddeld iets verslechterd van 2,0 in 2022 naar 1,9 in 2021. De LTV daarentegen is in 2021 verbeterd van 56% naar 50% bij een maximale norm van 85%. Bij de niet-DAEB takken is zowel de ICR als de LTV verbeterd. In 2021 is de ICR uitgekomen op 3,6, hetgeen het dubbele is van de minimale norm van 1,8. De LTV is in 2021 gemiddeld uitgekomen op het niveau van 35%. Dat is iets minder dan de helft van de maximale norm van 75%.

Verbeteruitgaven, zoals renovatie en uitgaven voor verduurzaming, zijn noodzakelijk om de woontechnische staat van de woningen op peil te houden. Tegenover deze uitgaven staan veelal geen hogere huurinkomsten. In feite zijn de verbeteruitgaven nodig om te voorkomen dat de huurinkomsten (op termijn) gaan dalen. Voor een duurzaam verdienmodel zou het wenselijk zijn dat de verbeteruitgaven uit de huurinkomsten gedekt kunnen worden. Dat is echter bij veel woningcorporaties niet het geval. Om dit zichtbaar te maken is een aangepaste ICR bepaald. Bij deze aangepaste

ICR maken de verbeteruitgaven, vergelijkbaar met de onderhoudsuitgaven, onderdeel uit van de vastgoedexploitatiekasstroom. Voor deze aangepaste ICR is een norm van 1,0 passend. Als bij een woningcorporatie de aangepaste ICR lager is dan 1,0, zal de woningcorporatie extra moeten lenen om de exploitatie, inclusief de verbeteruitgaven, sluitend te krijgen. Als dit structureel het geval is, is er geen duurzaam verdienmodel. Bij de 100 grootste woningcorporaties is de aangepaste ICR in 2021 uitgekomen op 0,7. Bij 57 woningcorporaties is de aangepaste ICR lager dan 1,0 en bij 15 woningcorporaties zelfs lager dan 0. In het laatste geval is het zelfs nodig om voor de betaling van een deel van de rente uitgaven een lening aan te trekken. Met de afschaffing van de verhuurderheffing zal de aangepaste ICR bij veel woningcorporaties voldoende verbeteren, maar vooral bij de zeer grote woningcorporaties is de marge na afschaffing van de verhuurderheffing nog smal.

3. Het exploitatieresultaat

Opbrengst vastgoed

Het vastgoedexploitatieresultaat geeft een overzicht van de inkomsten en uitgaven van vastgoed dat in 2021 in exploitatie was. Een overzicht hiervan voor de DAEB takken is in tabel 3.1 weergegeven. Ten opzichte van 2020 is het vastgoedexploitatieresultaat met 0,6% verslechterd. De oorzaak hiervan is de forse stijging van de onderhoudslasten met 5,7%. Voorts is ook de afdracht vanwege de verhuurderheffing met 3% gestegen. Deze stijging van de verschillende uitgaven is maar zeer ten dele gecompenseerd door de stijging van de huur. De huurbevriezing in 2021 is de belangrijkste reden waarom de huurontwikkeling de stijging van de uitgaven niet heeft bijgehouden. In 2021 bedroeg het netto exploitatieresultaat per gewogen verhuureenheid € 2.344.

Tabel 3.1: Vastgoed exploitatie kasstroom per gewogen verhuureenheid, DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
Huurinkomsten	€ 6.607	€ 6.521	1,3%
Netto bedrijfslasten	-€ 1.572	-€ 1.543	-1,9%
Onderhoudsuitgaven	-€ 1.898	-€ 1.796	-5,7%
Erfpacht	-€ 5	-€ 5	-6,9%
Verhuurderheffing	-€ 793	-€ 818	3,0%
Overheidsontvangsten	€ 6	€ 4	47,3%
Vastgoedexploitatie-kasstroom	€ 2.344	€ 2.364	-0,8%

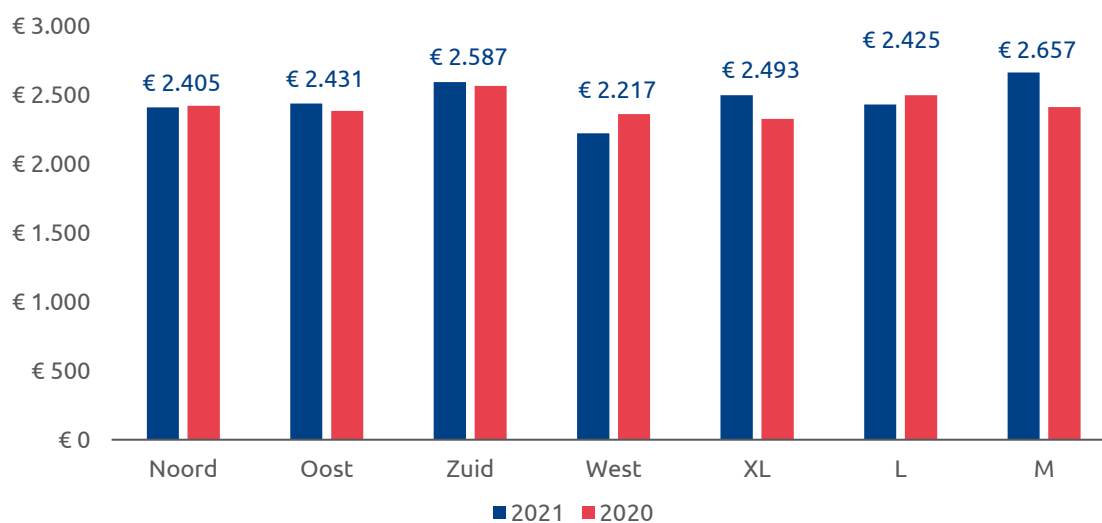
In de niet-DAEB takken is het vastgoedexploitatieresultaat per gewogen verhuureenheid aanmerkelijk hoger. Dit komt door het gemiddeld hogere huurniveau ten opzichte van de DAEB takken. Omdat voor de geliberaliseerde huurwoningen in de niet-DAEB takken in 2021 geen huurbevriezing gold, is de huurstijging hoger geweest. Deze huurstijging heeft de stijging van de onderhoudskosten meer dan volledig gecompenseerd. Hierdoor is het saldo van de vastgoedexploitatie met 2,3% gestegen. In de niet-DAEB takken is de vastgoedexploitatie-kasstroom per saldo uitgekomen op € 4.616 per gewogen verhuureenheid.

Tabel 3.2: Vastgoedexploitatie-kasstroom per gewogen verhuureenheid, niet-DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
Huurinkomsten	€ 8.305	€ 8.132	2,1%
Netto bedrijfslasten	-€ 1.583	-€ 1.633	3,1%
Onderhoudsuitgaven	-€ 1.854	-€ 1.682	-10,2%
Erfpacht	-€ 12	-€ 18	30,6%
Verhuurderheffing	-€ 241	-€ 286	15,9%
Overheidsontvangsten	€ 0	€ 0	-23,2%
Vastgoedexploitatie-kasstroom	€ 4.616	€ 4.513	2,3%

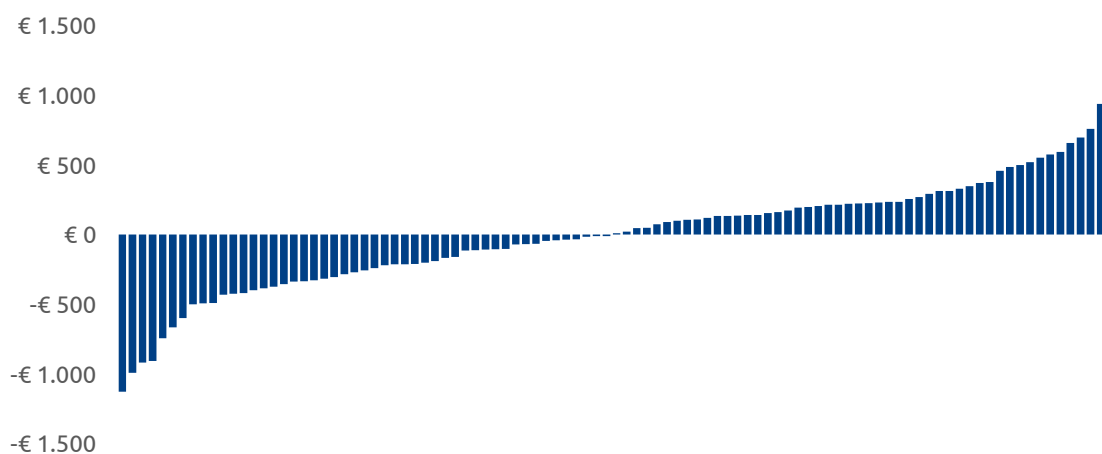
Achter het gemiddelde van de sector gaan verschillen tussen woningcorporaties schuil. Figuur 3.1 geeft een beeld van de mate waarin bij de DAEB takken de vastgoedexploitatie-kasstroom verschilt naar regio en naar grootteklasse. Het blijkt dat de vastgoedexploitatie-kasstroom relatief laag is in het westen en bij de grote woningcorporaties (L). De middelgrote woningcorporaties (M) en de woningcorporaties in het zuiden hebben van de 100 grootste woningcorporaties het beste vastgoedexploitatieresultaat.

Figuur 3.1: vastgoedexploitatiekasstroom per gewogen verhuureenheid, DAEB naar regio en grootteklasse, 2021 en 2020

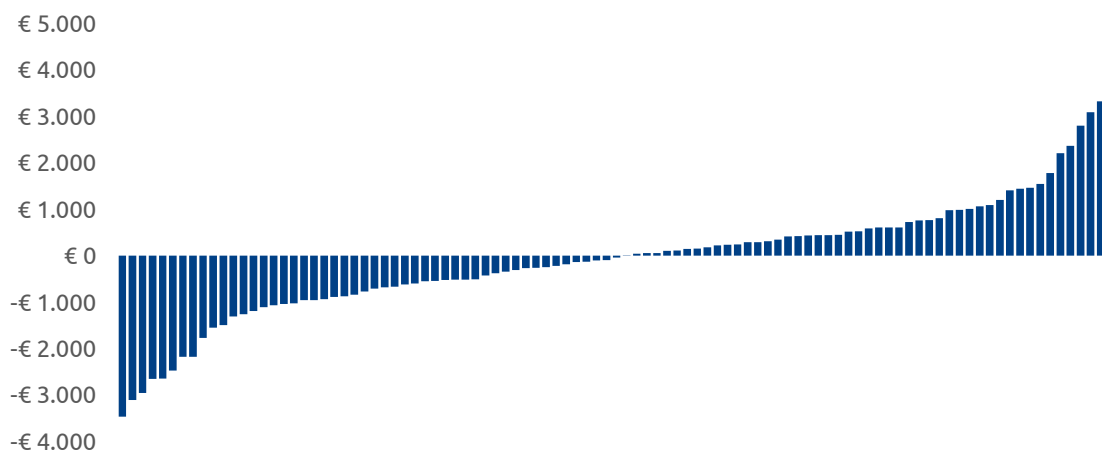


Verder fluctueert de vastgoedexploitatie-kasstroom bij de woningcorporaties sterk. Er zijn 51 woningcorporaties waarbij de vastgoedexploitatie-kasstroom van de DAEB tak in 2021 is gestegen ten opzichte van 2020. Bij enkele woningcorporaties is zelfs sprake van een forse verbetering van de exploitatie. De oorzaak is in die gevallen dat de onderhoudsuitgaven in 2021 (fors) lager zijn uitgevallen. Het ligt voor de hand dat de lagere onderhoudsuitgaven eenmalig zijn. Daarnaast zijn er ook 48 woningcorporaties waarbij de vastgoedexploitatie-kasstroom juist is verslechterd. Figuur 4.2 geeft de procentuele verandering van de vastgoedexploitatie-kasstroom voor de DAEB tak en figuur 4.3 voor de niet-DAEB tak.

Figuur 3.2: Mutatie vastgoedexploitatie-kasstroom per gewogen verhuureenheid, 2021 ten opzichte van 2020, DAEB tak



Figuur 3.3: Mutatie vastgoedexploitatie-kasstroom per gewogen verhuureenheid, 2021 ten opzichte van 2020, niet-DAEB tak



Operationele kasstroom

Behalve het exploitatieresultaat van het vastgoed zijn ook de andere inkomsten en uitgaven van belang die niet direct verbonden zijn aan het vastgoed. De rentelasten zijn de belangrijkste categorie waarvoor dat geldt. De operationele kasstroom vormt de som van al deze kasstromen, inclusief het vastgoedexploitatieresultaat. In de DAEB takken is de operationele kasstroom per gewogen verhuureenheid in 2021 verslechterd ten opzichte van 2020. In 2021 is de daling uitgekomen – 7,9%. De toegenomen uitgaven voor de vennootschapsbelasting heeft mede bijgedragen aan de lagere operationele kasstroom. In de niet-DAEB takken is sprake van een stijgende operationele kassen belastingdruk. In de voorafgaande jaren zorgde de daling van de rente-uitgaven ervoor dat het operationele resultaat verbeterde. Dat is in 2021 amper meer het geval. De daling van de vastgoedexploitatieresultaat is in 2021 dus niet meer gecompenseerd door een verlaging van de rente-uitgaven. Verder is ook de vennootschapsbelasting met 17,8% gestegen. In de DAEB takken is de operationele kasstroom in 2021 uitgekomen op gemiddeld € 980 per gewogen verhuureenheid.

De verbeteruitgaven blijven traditioneel buiten beschouwing bij de operationele kasstroom. Dat geeft echter een vertekend beeld. Verbeteruitgaven, zoals uitgaven voor de verduurzaming of voor renovatie, zijn noodzakelijk om de woontechnische kwaliteit van de woning op het gewenste peil te brengen. Over het algemeen staat er tegenover de verbeteruitgaven amper tot geen huurverhoging. Het zou logisch zijn als de verbeteruitgaven net als de onderhoudsuitgaven meegeteld worden bij de operationele kasstroom.¹ De consequentie daarvan is zichtbaar in tabel 3.3. De huurinkomsten waren onvoldoende om alle uitgaven te dekken. Gemiddeld was in 2021 de aangepaste operationele kasstroom in de DAEB takken - € 350 per gewogen verhuureenheid. Dit impliceert dat ter dekking van dit tekort extra leningen aangetrokken zijn. Met de extra rentelasten die hiervan het gevolg zijn, neemt het tekort op de operationele kasstroom incl. verbeteruitgaven verder toe. Er is zo niet sprake van een duurzaam verdienmodel. In 2021 is deze situatie verder verslechterd omdat de verbeteruitgaven, mede vanwege de noodzakelijke uitgaven voor de verduurzaming, met 12,9% zijn toegenomen.

Aansluitend geeft tabel 4.2 de operationele kasstroom voor de niet-DAEB takken van de woningcorporaties weer. Het gemiddelde beeld ziet er aanmerkelijk beter uit. Ook wanneer rekening wordt gehouden met de verbeteruitgaven, is er bij de niet-DAEB takken gemiddeld sprake van een positief saldo. De oorzaak van hiervan is tweemaal. Het huurniveau is in niet-DAEB hoger en bovendien zijn de verbeteruitgaven per gewogen verhuureenheid lager. In 2021 was de operationele kasstroom incl. verbeteruitgaven € 2.260. Een lichte daling ten opzichte van 2020. Daar waar bij DAEB gemiddeld genomen extra geleend moet worden ter dekking van de negatieve operationele kasstroom, inclusief verbeteruitgaven, is er bij niet-DAEB een surplus aan middelen dat kan worden gebruikt voor investeringen of voor aflossen van leningen.

¹ Johan Conijn en Jelmer Dioncre (2022): *Verbeterinvesteringen meenemen bij bepaling ICR*. Finance Ideas

Tabel 3.3: Operationele kasstroom per gewogen verhuureenheid, DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
Netto vastgoedexploitatie-kasstroom	€ 2.344	€ 2.364	-0,8%
Rente-uitgaven	-€ 1.129	-€ 1.151	1,9%
Rente-ontvangsten	€ 88	€ 116	-23,9%
Vennootschapsbelasting	-€ 255	-€ 216	-17,8%
Sectorspecifieke heffing	-€ 29	-€ 7	-336,9%
Leefbaarheid	-€ 41	-€ 42	2,5%
Operationele kasstroom	€ 980	€ 1.064	-7,9%
Verbeteruitgaven	-€ 1.330	-€ 1.178	-12,9%
Operationele kasstroom na verbeteruitgaven	-€ 350	-€ 114	-206,2%

Tabel 3.4: Operationele kasstroom per gewogen verhuureenheid, niet-DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
Netto vastgoedexploitatie-kasstroom	€ 4.616	€ 4.513	2,3%
Rente-uitgaven	-€ 1.259	-€ 1.416	11,1%
Rente-ontvangsten	€ 89	€ 102	-13,2%
Vennootschapsbelasting	-€ 414	-€ 251	-65,0%
Sectorspecifieke heffing	-€ 6	-€ 14	57,4%
Leefbaarheid	-€ 24	-€ 31	24,3%
Operationele kasstroom	€ 3.002	€ 2.903	3,4%
Verbeterinvesteringen	-€ 742	-€ 595	-24,7%
Operationele kasstroom na verbeteruitgaven	€ 2.260	€ 2.309	-2,1%

4. Investerings

In de DAEB takken van de 100 grootste woningcorporaties zijn in 2021 de investeringsuitgaven wederom gestegen. De uitgaven voor nieuwbouw van huurwoningen zijn met 11,3% toegenomen. Deze stijging van de uitgaven zal ertoe leiden dat er met name in 2022 meer woningen gereed komen voor de verhuur. De uitgaven voor woningverbeteringen laten een toename zien van 12,9%. Het gaat hierbij vooral om uitgaven voor renovatie en voor de verduurzaming van de woningvoorraad. In het vorige hoofdstuk is aangegeven dat deze verbeteruitgaven beter bij de operationele kasstroom meegerekend kunnen worden. Tegenover de stijging van de uitgaven voor nieuwbouw en verbetering staat dat de uitgaven voor aankoop van woningen fors zijn gedaald. Alle investeringen tezamen (nieuwbouw, aankoop, verbeteringen en overig) zijn in 2021 met 4,6% gestegen ten opzichte van 2020. Voor een deel zijn de investeringen gefinancierd met opbrengsten uit de verkoop van bestaand bezit. Deze opbrengsten zijn in 2021 gedaald met 17%. Per saldo ontstaat er dan een netto-investeringskasstroom van € 2.150 per gewogen verhuureenheid. In principe is dit bedrag gedekt, deels met de aflossing van de interne lening die de DAEB takken hebben uitstaan bij de niet-DAEB takken, en deels met een toename van de leningportefeuille.

Tabel 4.1: Omvang van de (des)investeringskasstroom per gewogen verhuureenheid, DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
Verkoopontvangsten bestaand bezit	€ 928	€ 1.118	-17,0%
Desinvesteringen overig	€ 50	€ 217	-77,0%
Uitgaven nieuwbouw huur	-€ 1.397	-€ 1.255	-11,3%
Uitgaven aankoop	-€ 296	-€ 440	32,7%
Uitgaven woningverbeteringen	-€ 1.330	-€ 1.178	-12,9%
Investerings overig	-€ 105	-€ 118	11,1%
Saldo investeringskasstroom	-€ 2.150	-€ 1.657	-29,7%

De niet-DAEB takken van de 100 grootste woningcorporaties laten een ander beeld zien. De uitgaven voor nieuwbouw zijn licht gedaald en de uitgaven voor aankoop van woningen zijn met 5,8% afgenomen. Daar staat tegenover dat in 2021 de uitgaven voor verbetering wel fors zijn toegenomen met 24,7%. Dit is het gevolg van de verduurzaming van de niet-DAEB woningen. De totale investeringen (nieuwbouw, aankoop, verbeteringen en overig) zijn met 3,1% gedaald. Verder zijn er in de niet-DAEB takken aanmerkelijk minder woningen verkocht.² De netto investeringskasstroom laat per saldo (verkoop minus investeringen) een bedrag van € 1.288 zien. Dit duidt erop dat ook in 2021 in de niet-DAEB takken nog steeds sprake is van een krimp. De krimp is weliswaar aanmerkelijk minder groot dan in 2020, maar heeft zich nog wel doorgezet.

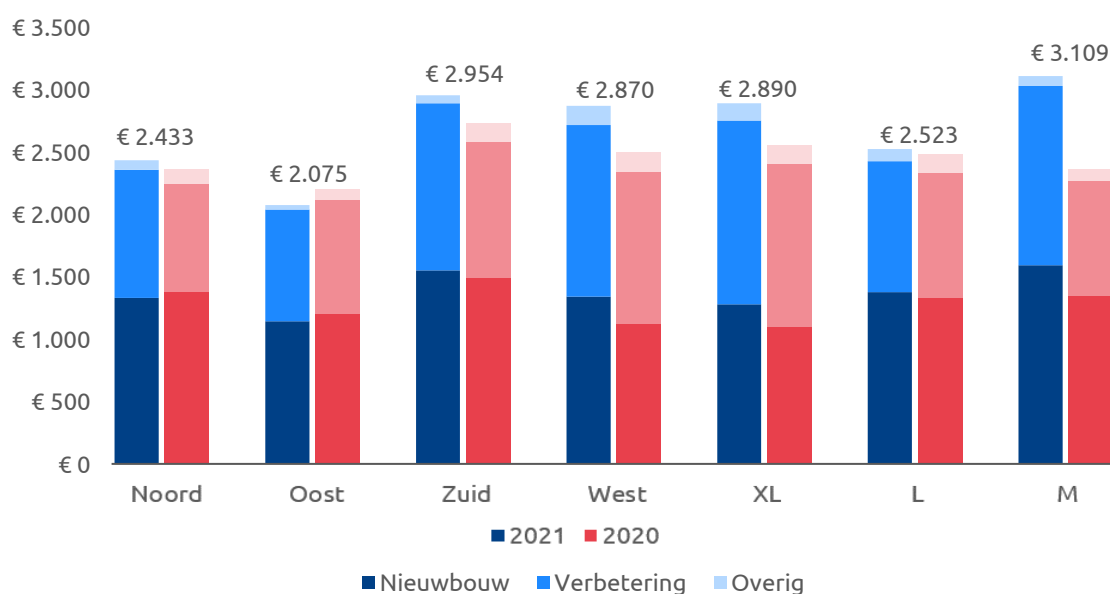
² Omvangrijke verkoop van Vestia in 2020 is hiervan de oorzaak

Tabel 4.2: Omvang van de (des)investeringskasstroom per gewogen verhuureenheid, niet-DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
Verkoopontvangsten bestaand bezit	€ 5.048	€ 8.547	-40,9%
Desinvesteringen overig	€ 114	€ 190	-40,2%
Uitgaven nieuwbouw huur	-€ 762	-€ 770	1,0%
Uitgaven aankoop	-€ 1.934	-€ 2.053	5,8%
Uitgaven woningverbeteringen	-€ 742	-€ 595	-24,7%
Investerings overig	-€ 436	-€ 577	24,4%
Saldo investeringskasstroom	€ 1.288	€ 4.743	-72,8%

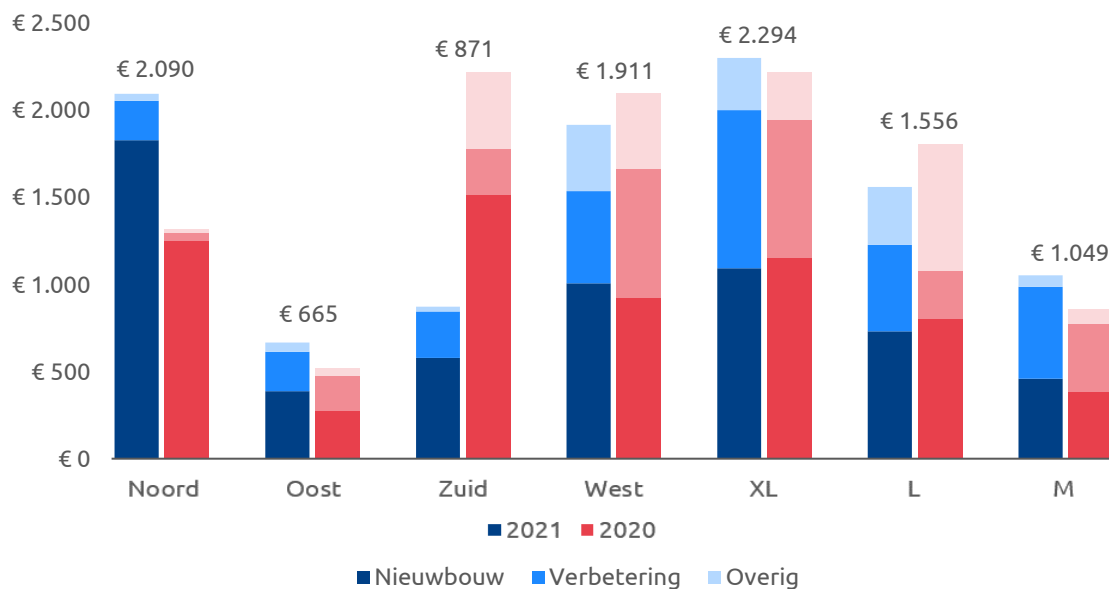
De omvang van de investeringen verschilt per woningcorporatie. Figuur 5.1 geeft voor de DAEB takken een beeld van de investeringen in nieuwbouw, verbetering en overig naar regio en grootteklasse. Per gewogen verhuureenheid zijn in 2021 de investeringen in nieuwbouw het hoogst in regio Zuid en bij de middelgrote woningcorporaties (M). De investeringen in verbeteringen zijn het omvangrijkst in regio West en bij de zeer grote woningcorporaties (XL). In regio Noord zijn de investeringen in verbeteringen relatief laag. Interessant is om verder te onderzoeken waardoor deze verschillen zijn veroorzaakt. Is de verbeter noodzaak van de woningen in regio Noord minder groot, of ligt de ambitie van de woningcorporaties in regio West hoger?

Figuur 4.1: Investerings per gewogen VHE, DAEB, naar grootteklasse en naar regio, 2021 en 2020



Dezelfde opsplitsing voor de investeringen, maar nu voor de niet-DAEB takken is weergegeven in figuur 4.2. Er zijn van jaar op jaar grote verschillen naar regio en naar grootteklasse. In 2021 waren de investeringen voor nieuwbouw relatief hoog in regio Noord. In regio Oost daarentegen zijn de investeringen in nieuwbouw relatief laag. Opvallend is dat in regio Zuid de investeringen in nieuwbouw in 2021 ten opzichte van 2020 sterk zijn gedaald. De achterliggende oorzaak van de fluctuaties naar regio is dat er slechts een beperkt aantal woningcorporaties actief is met nieuwbouw van middeldure huurwoningen. Naar grootteklasse van woningcorporaties bezien, is het zo dat de omvang van de investeringen in nieuwbouw op een hoger niveau ligt naarmate de woningcorporatie groter is. Dat geldt zowel voor 2021 als voor 2020.

Figuur 4.2: Investerings per gewogen verhuureenheid, niet-DAEB, naar grootteklasse en naar regio, 2021 en 2020



5. Financiering

De noodzaak om leningen aan te trekken vloeit voort uit de hoge van de operationele kasstroom en de netto investeringskastroom, die beide in de vorige hoofdstukken zijn weergegeven. Verder is bij de financiering nog van belang dat de niet-DAEB takken aflossen op de interne lening die bij de DAEB scheiding is verstrekt. Voor de DAEB takken geeft tabel 5.1 een overzicht van de financieringskasstromen. In 2021 is de omvang van de nieuwe geborgde leningen met 5,1% gedaald. De aflossingen van de geborgde leningen zijn in nog grotere mate afgenomen. Per saldo is de leningportefeuille fors toegenomen, van € 346 per gewogen verhuureenheid in 2020 naar € 786 per gewogen verhuureenheid in 2021. Dat de DAEB takken nog steeds aflossingen ontvangen op de interne lening bij de niet-DAEB takken, heeft de noodzaak voor DAEB voor externe financiering verminderd. Dat was in 2021 nog meer het geval dan in 2020, omdat in 2021 de aflossing op de interne leningen met 38,1% is gestegen.

Tabel 5.1: Omvang van de nieuwe en afgeloste leningen per gewogen verhuureenheid, DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
Nieuwe te borgen leningen	€ 2.955	€ 3.115	-5,1%
Nieuwe ongeborgde leningen	€ 23	€ 26	-13,2%
Aflossing geborgde leningen	-€ 2.121	-€ 2.738	22,6%
Aflossing ongeborgde leningen	-€ 111	-€ 94	-17,9%
Totaal	€ 746	€ 309	141,4%
	2021	2020	Mutatie
Bijdrage van niet-DAEB (aflossing interne lening)	€ 478	€ 346	38,1%

Bij de niet-DAEB takken ziet het beeld er anders uit. De omvang van de nieuwe, ongeborgde leningen is in 2021 sterk toegenomen met 73,0%. Deze nieuwe leningen waren niet nodig om investeringen te financieren. In het voorafgaande is gebleken dat in de niet-DAEB takken gemiddeld genomen de operationele kasstroom voldoende is om daar de investeringen mee te dekken. De extra leningen waren in 2021 nodig om mede daarmee de gestegen omvang van de aflossingen op de interne leningen te kunnen doen. De totale leningportefeuille van de niet-DAEB takken (extern en intern) is ook in 2021 gedaald.

Tabel 5.2: Omvang van de nieuwe en afgeloste leningen per gewogen verhuureenheid, niet-DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
Nieuwe ongeborgde leningen	€ 1.801	€ 1.041	73,0%
Aflossing ongeborgde leningen	-€ 437	-€ 252	-73,6%
Totaal	€ 1.364	€ 789	72,9%
	2021	2020	Mutatie
Bijdrage aan DAEB (aflossing interne lening)	-€ 5.075	-€ 3.637	-39,5%

6. Balansontwikkelingen

De ontwikkeling van de balans van woningcorporaties wordt zoals altijd sterk gedomineerd door de waardeontwikkeling van het vastgoed in exploitatie op basis van marktwaarde. Ook dit jaar heeft de waardering op basis van marktwaarde weer geleid tot een sterke stijging van de waarde van het vastgoed en de omvang van het eigen vermogen. In de DAEB takken is in 2021 de waarde van het vastgoed in exploitatie met 16,0% gestegen. Dit komt dan vervolgens ook naar voren in de stijging van het eigen vermogen op basis van marktwaarde met 19,3%. Omdat woningcorporaties de marktwaarde van het vastgoed niet realiseren vanwege de maatschappelijke bestemming, gaat het om 'vogels in de lucht'. De andere mutaties op de balans vallen in absolute bedragen in het niet bij de waardestijging van de woningen. De portefeuille van woningen met Verkoop onder Voorwaarden (VoV) is gestegen met 14,9%. Ook deze stijging reflecteert de stijging van de marktwaarde. Verder is het bedrag van vastgoed in ontwikkeling in 2021 per gewogen verhuureenheid met 12,2% toegenomen. Deze stijging hangt samen met de eerder geconstateerde toename en de investeringsuitgaven voor nieuwbouw. Verder laat tabel 6.1 zien dat de leningen gemiddeld met 2,6% zijn gestegen. In 2021 hadden de 100 grootste woningcorporaties per gewogen verhuureenheid een lening van € 40.311.

Tabel 6.1: Balans op marktwaarde per gewogen verhuureenheid, DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
DAEB vastgoed in exploitatie	€ 168.220	€ 144.993	16,0%
Onroerende zaken VoV	€ 2.782	€ 2.422	14,9%
Vastgoed in ontwikkeling	€ 1.182	€ 1.053	12,2%
(On)roerende zaken ten dienste van exploitatie	€ 462	€ 482	-4,1%
Vorderingen op groepsmaatschappijen	€ 16.915	€ 14.465	16,9%
Liquide middelen	€ 419	€ 373	12,3%
Overige posten actief	€ 5.730	€ 6.115	-6,3%
Totaal Activa	€ 195.710	€ 169.902	15,2%
Eigen vermogen	€ 151.449	€ 126.963	19,3%
Voorzieningen	€ 1.475	€ 1.424	3,6%
Leningen	€ 40.311	€ 39.309	2,6%
Langlopende verplichtingen VoV	€ 2.471	€ 2.204	12,1%
Overige posten passief	€ 3	€ 4	-7,0%
Totaal Passiva	€ 195.710	€ 169.902	15,2%

Vervolgens laat tabel 7.2 de gemiddelde balansontwikkeling van de niet-DAEB takken zien. Ook hier zien we bij de 100 grootste woningcorporaties een stijging van de waarde van het vastgoed in exploitatie. De toename in 2021 ten opzichte van 2020 is 12,7%. Deze stijging is de belangrijkste verklaring waarom aan de passiefzijde van de balans het eigen vermogen per gewogen verhuureenheid gemiddeld met 16,7% is toegenomen. Verder blijkt dat het bedrag voor vastgoed in ontwikkeling is gedaald met 26,8%. In het voorafgaande jaar, 2020 ten opzichte van 2019, was er nog sprake van een stijging van vastgoed in ontwikkeling. Dat is nu weer sterk afgenomen. Zoals in het voorafgaande al is aangegeven, is bij de niet-DAEB takken de totale leningportefeuille (intern en extern) gedaald. De afname is gemiddeld 6,3% per gewogen verhuureenheid. Dit laat zien dat de niet-DAEB takken nog steeds krimpen, ondanks de toegenomen aandacht voor de bouw van middeldure huurwoningen door woningcorporaties.

Tabel 6.2: Balans op marktwaarde per gewogen verhuureenheid, niet-DAEB, 2021 en 2020

	2021	2020	Mutatie
Niet-DAEB vastgoed in exploitatie	€ 203.931	€ 180.989	12,7%
Onroerende zaken verkocht onder voorwaarden	€ 15.717	€ 13.682	14,9%
Vastgoed in ontwikkeling	€ 1.081	€ 1.477	-26,8%
(On)roerende zaken ten dienste van exploitatie	€ 376	€ 458	-18,0%
Vorderingen op groepsmaatschappijen	€ 2.092	€ 3.684	-43,2%
Liquide middelen	€ 6.342	€ 5.812	9,1%
Overige posten actief	€ 22.967	€ 21.241	8,1%
Totaal Activa	€ 252.506	€ 227.342	11,1%
Eigen vermogen	€ 192.071	€ 164.632	16,7%
Voorzieningen	€ 1.200	€ 1.203	-0,3%
Leningen (intern en extern)	€ 45.294	€ 48.358	-6,3%
Langlopende verplichtingen VoV	€ 13.938	€ 13.159	5,9%
Overige posten passief	€ 3	€ 4	-18,6%
Totaal Passiva	€ 252.506	€ 227.342	11,1%

7. Verloop van de financiële ratio's

De financiële beoordeling van woningcorporaties door Autoriteit woningcorporaties (Aw) en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) vindt plaats aan de hand van verschillende financiële ratio's. De vier belangrijkste zijn in tabel 8.1 opgenomen. Hierbij is een onderscheid gemaakt tussen de hoogte van de ratio's van de DAEB tak, die van de niet-DAEB tak en van de toegelaten instelling.

Bij de interest coverage ratio (ICR) is onderscheid gemaakt tussen de ICR zoals die door de toezichthouders wordt gedefinieerd en de aangepaste ICR waarbij onderhoud en verbeteruitgaven samen zijn genomen. In het voorafgaande is uiteengezet dat verbeteruitgaven noodzakelijk zijn om de woningen woontechnisch op peil te houden, zonder dat er structureel meer inkomsten tegenover staan. Daar waar de norm voor de ICR van de toezichthouders 1,4 is, is de norm voor de aangepaste ICR gelijk aan 1,0. Een norm van 1,0 voor de aangepaste ICR impliceert dat er in dat geval geen leningen aangetrokken behoeven te worden voor onderhouds- en verbeteruitgaven.

Tabel 7.1 laat zien dat de ICR van de toezichthouders met gemiddeld 1,9 in de DAEB takken en 3,6 in de niet-DAEB takken ruim boven de norm ligt van 1,4 (DAEB) en 1,8 (niet-DAEB). Het beeld is niet sterk veranderd ten opzichte van vorig jaar. De aangepaste ICR komt in de DAEB takken gemiddeld uit op 0,7. Dit impliceert dat de 100 grootste woningcorporaties gemiddeld extra lenen voor de verbeteruitgaven. Omdat er (nagenoeg) geen extra huurinkomsten tegenover de verbeteruitgaven staan, verslechtert de financiële positie door deze extra leningen. In de niet-DAEB takken ligt de aangepaste ICR ruim boven de norm van 1,0. De verklaring hiervoor is dat zowel het huurniveau gemiddeld hoger is dan in de DAEB takken, als ook minder verbeteruitgaven gedaan zijn.

De Loan-to-Value (LTV) op basis van de beleidswaarde is bij de DAEB takken in 2021 ten opzichte van 2020 verbeterd van 56% naar 50%. De 100 grootste woningcorporaties hadden in 2021 een ruime marge ten opzichte van de norm van 85%. Dit geldt in nog grotere mate voor de niet-DAEB takken. Daar geldt een norm voor de LTV van 75%. Het gemiddelde is ook gedaald ten opzichte van 2020 en is in 2021 uitgekomen op 35%.

De solvabiliteit op basis van beleidswaarde laat een vergelijkbare ontwikkeling zien als de LTV. Ook bij de solvabiliteit is sprake van een verbetering van de ratio. Bij de DAEB takken is de solvabiliteit gestegen naar 65% met een norm van minimaal 15% en bij de niet-DAEB takken is de solvabiliteit in 2021 gemiddeld 68% met een norm van 40%.

Tabel 7.1: Ontwikkeling financiële ratio's, 2021 en 2020

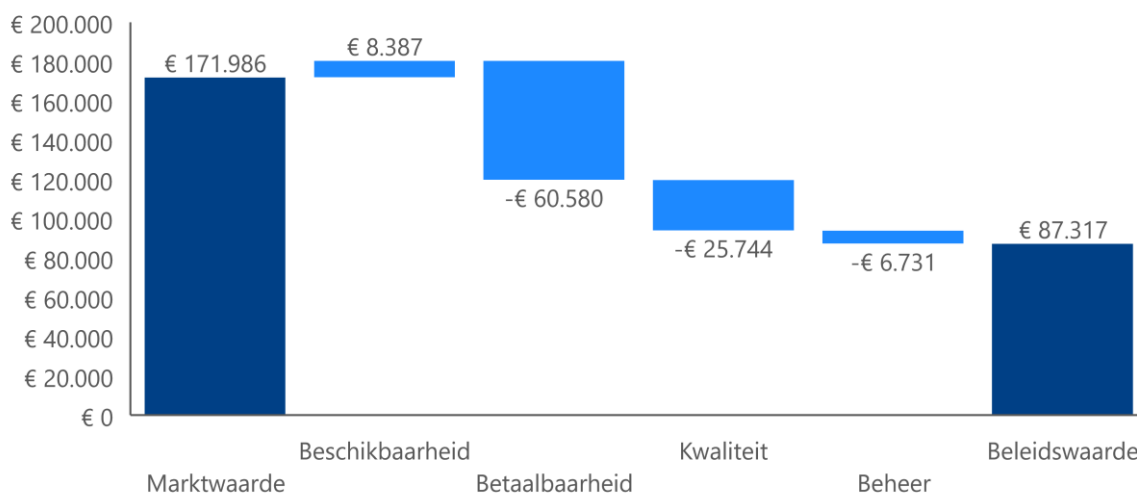
	DAEB		Niet-DAEB		TI	
	2021	2020	2021	2020	2021	2020
ICR	1,9	2,0	3,6	3,2	2,1	2,1
Aangepaste ICR	0,7	0,9	2,9	2,8	0,9	1,1
Loan to Value (beleidswaarde)	50%	56%	35%	40%	49%	44%
Solvabiliteit (beleidswaarde)	58%	53%	71%	68%	51%	56%

8. Het verloop van de waterval

De zogenaamde waterval verbindt de marktwaarde van het vastgoed met de beleidswaarde van het vastgoed. De marktwaarde geeft het perspectief van de commerciële belegger weer. De beleidswaarde daarentegen is in belangrijke mate gebaseerd op het beleid van de woningcorporatie. De waterval maakt op basis van het voorgenomen beleid zichtbaar door welke factoren de woningcorporatie de marktwaarde niet zal realiseren.

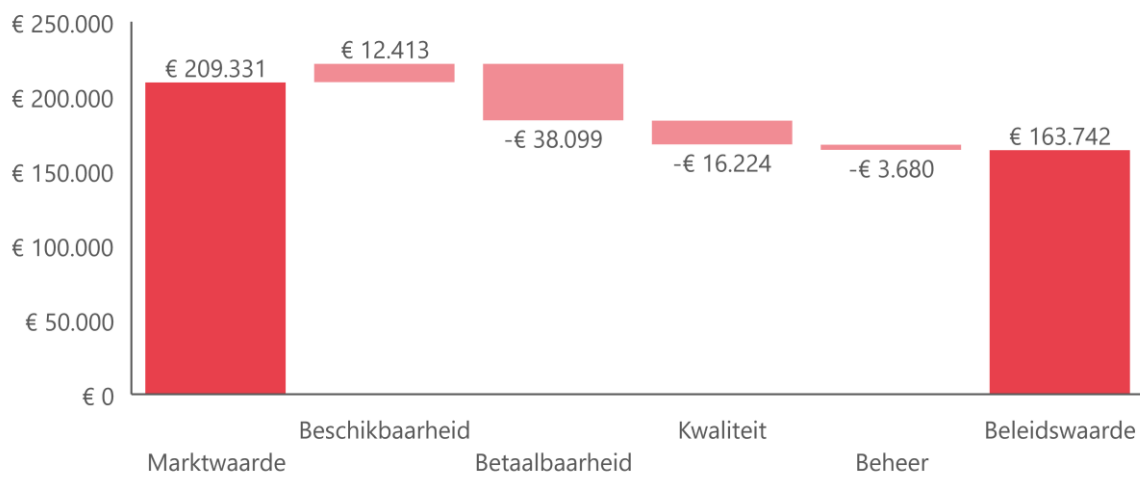
Figuur 8.1 geeft voor de DAEB takken van de 100 grootste woningcorporaties de gemiddelde waterval in 2021 weer. De marktwaarde per gewogen verhuureenheid is in 2012 gemiddeld € 171.986 en de beleidswaarde € 87.317. Van de marktwaarde blijft dus ongeveer de helft over als woningcorporaties hun beleid inrekenen. De grootste afslag in de waterval komt door het beleid ten aanzien van betaalbaarheid. Het huurbeleid van woningcorporaties leidt tot een afslag van € 60.580 per gewogen verhuureenheid. Hierin komt vooral tot uiting dat woningcorporaties streefhuren hebben die (aanmerkelijk) lager zijn dan markthuren. Ook de verplichting om lagere inkomens passend toe te wijzen draagt bij aan de lagere streefhuren. Hiermee gaat dus een 'maatschappelijke bestemming' gepaard waarvan de contante waarde gelijk is aan € 60.580. Ook laat de waterval zien dat woningcorporaties over het algemeen hogere bedragen inrekenen voor onderhoud, hetgeen leidt tot een afslag voor kwaliteit van € 25.744, en hogere uitgaven voor beheer met een afslag van € 6.731. Ten slotte is de afslag vanwege beschikbaarheid het saldo van verschillende aanpassingen in de marktwaarde. Als er verkoop in de marktwaarde is ingerekend (uitponden), vervalt dit. Verder is er ook correctie vanwege de overdrachtsbelasting, die in de beleidswaarde vervalt. Ook de aanpassing van de exit yield naar de in de beleidswaarde veronderstelde eeuwigdurende exploitatie kan tot een verschil leiden.

Figuur 8.1: Waterval per gewogen verhuureenheid, DAEB, 2021



Vervolgens geeft figuur 9.2 de waterval van de niet-DAEB takken. In de niet-DAEB takken is veelal het uitgangspunt dat de woningcorporatie een meer marktconform beleid voert. Dat komt duidelijk naar voren in het verschil tussen de marktwaarde en beleidswaarde. De marktwaarde is 2021 per gewogen verhuureenheid gemiddeld € 209.331 per gewogen verhuureenheid, en een beleidswaarde van gemiddeld € 163.741. Dat verschil is veel minder groot dan bij de DAEB takken, en is vooral het gevolg van een ander huurbeleid waardoor de afslag vanwege betaalbaarheid minder groot is. Wel is duidelijk uit het feit dat er nog een afslag is, dat er veelal niet altijd sprake is van een marktconform huurbeleid in de niet-DAEB takken. Ook bij de andere afslagen, die voor kwaliteit en voor beheer, is er ook in de niet-DAEB takken sprake van een afslag, zij het minder dan bij de DAEB takken.

Figuur 8.2: Waterval per gewogen verhuureenheid, niet-DAEB, 2021

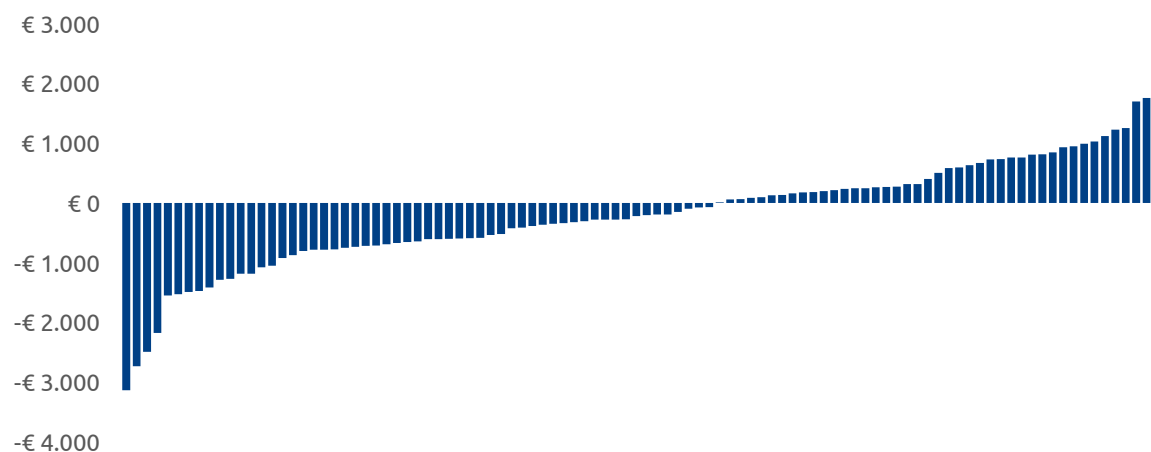


9. De aangepaste ICR

In het voorafgaande is uiteengezet dat een aangepaste Interest Coverage Ratio (ICR) ook een zinvolle financiële ratio is die bijdraagt aan het inzicht in de financiële positie van een woningcorporatie. Bij de aangepaste ICR maken de verbeteruitgaven (renovatie en verduurzaming) ook onderdeel uit van de operationele kasstroom. De overweging om dit te doen is dat verbeteruitgaven in de praktijk geen netto-opbrengst oplevert. De verbeteruitgaven zijn vooral een uitvloeisel van de woontechnische veroudering. In feite is de noodzakelijke verduurzaming van de woning ook het gevolg van woontechnische veroudering. Om de huurinkomsten te kunnen blijven realiseren is het noodzakelijk om uitgaven te doen om de woning woontechnisch bij de tijd te brengen. Extra huurinkomsten vanwege de verbeteruitgaven vinden veelal niet plaats. Ook is verlenging van de levensduur niet mogelijk omdat bij de waardering van de beleidswaarde uitgegaan wordt van de fictie van een eeuwigdurende exploitatie.

Figuur 9.1 geeft een beeld van de hoogte van de operationele kasstroom, inclusief de verbeteruitgaven. Bij 57 van de 100 grootste woningcorporaties is de aangepaste operationele kasstroom negatief. Dat impliceert dat deze woningcorporaties extra leningen moeten aantrekken om de verhuurbaarheid van het bestaande woningbezit op peil te houden. Als er structureel sprake is van een negatieve operationele kasstroom, inclusief verbeteruitgaven, heeft de woningcorporatie geen duurzaam verdienmodel. De bestaande woningportefeuille wordt belast met steeds meer leningen en rentelasten, zonder dat de huurkasstroom structureel verbetert. Dat loopt vroeg of laat spaak.

Figuur 9.1: Operationele kasstroom, incl. verbeteruitgaven per gewogen verhuureenheid, per woningcorporatie, DAEB, 2021



De aangepaste operationele kasstroom kan ook tot uitdrukking worden gebracht in een aangepaste ICR. Bij de aangepaste ICR tellen de verbeteruitgaven ook mee met de operationele kasstroom. Het is te verdedigen dat de norm voor deze aangepaste ICR lager wordt vastgesteld dan de huidige ICR van de toezichthouders. We gaan uit van een norm van minimaal 1,0 voor de aangepaste ICR. Daarnaast kan de huidige ICR van 1,4 blijven bestaan. De huidige ICR geldt als norm of er voldoende financiële ruimte is op de te betalen rente. De aangepaste ICR laat zien of de woningcorporatie structureel gezien een duurzaam verdienmodel heeft. In tabel 9.1 zijn beide ICR's weergegeven voor de 100 grootste woningcorporaties naar regio en grootteklasse. De huidige ICR is het laagst bij de zeer grote woningcorporaties (XL) en de woningcorporaties in regio West. De aangepaste ICR is gemiddeld voor alle 100 woningcorporaties negatief. De negatieve aangepaste ICR komen voor in Regio West en Zuid. Naar grootteklasse bezien zijn het de grote woningcorporaties (L) en de zeer grote woningcorporaties waar gemiddeld een negatieve, aangepaste ICR

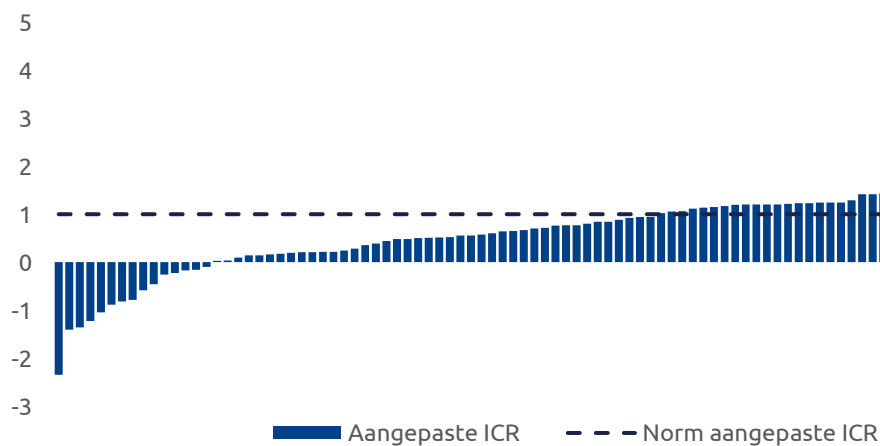
is. De tabel laat ook zien hoe hoog de aangepaste ICR in 2021 is als er geen verhuurderheffing was geweest. Bij afschaffing van de verhuurderheffing is voor alle onderscheiden groepen woningcorporaties de aangepaste ICR gemiddeld hoger dan 1,0. Wel is het zo dat bij de zeer grote woningcorporaties (XL) de marges nog smal zijn met een gemiddelde voor de aangepaste ICR van 1,2.

Tabel 9.1: Effect van verbeteruitgaven op de hoogte van de aangepaste ICR, naar grootteklasse en regio, DAEB, 2021

Regio en grootteklasse	ICR	Aangepaste ICR	Aangepaste ICR (na afschaffing VHH)
Noord	2,3	1,2	1,7
Oost	2,1	1,1	1,9
Zuid	2,2	0,8	1,5
West	1,8	0,5	1,3
XL	1,7	0,4	1,2
L	2,1	1,0	1,7
M	2,1	0,5	1,3
Nederland	1,9	0,7	1,4

Tot slot laat figuur 9.1 de hoogte van de aangepaste ICR zien voor elk van de woningcorporaties afzonderlijk. Bij 57 van de woningcorporaties is de aangepaste ICR lager dan 1,0. Bij 15 woningcorporaties is de aangepaste ICR zelfs negatief. In die situatie zijn de huurinkomsten niet alleen niet voldoende om de verbeteruitgaven te kunnen dekken, maar is er bovendien geen enkele dekking voor de rente-uitgaven. Als dit incidenteel het geval is, hoeft dat geen probleem te zijn. Het zal duidelijk zijn dat naarmate deze situatie langer duurt, er voor de betreffende woningcorporaties grote financiële problemen gaan ontstaan.

Figuur 9.2: De aangepaste ICR per woningcorporatie, DAEB, 2021



Bijlage: De 100 woningcorporaties

Dit onderzoek is gebaseerd op de gepubliceerde jaarrekeningen van de 100 grootste woningcorporaties. Deze woningcorporaties hebben gezamenlijk 1.762.293 gewogen verhuureenheden in bezit. Daarmee vertegenwoordigen deze woningcorporaties ruim 75% van alle gewogen verhuureenheden van de corporatiesector. In tabel 10.1 is de spreiding van deze verhuureenheden naar provincie, regio en grootte van de woningcorporaties weergegeven.

Tabel 10.1: Aantal gewogen verhuureenheden, naar provincie, regio en grootte

Provincie	VHE	Regio	VHE	Grootte	VHE
Drenthe	38.178	Noord	160.849	XL	730.128
Flevoland	18.000	Oost	221.702	L	807.654
Friesland	55.788	Zuid	378.940	M	224.511
Gelderland	153.590	West	1.000.802		
Groningen	66.883				
Limburg	114.662				
Noord-Brabant	253.272				
Noord-Holland	470.390				
Overijssel	68.112				
Utrecht	125.857				
Zeeland	11.006				
Zuid-Holland	386.555				
Totaal	1.762.293		1.762.293		1.762.293

De 100 grootste woningcorporaties zijn niet representatief voor alle woningcorporaties. De bijna 200 kleinere ontbreken immers. Wel geven de 100 grootste woningcorporaties een goed beeld van de ontwikkelingen in de corporatiesector. Dit is het geval omdat ze een groot aandeel van het totale bezit van de corporatiesector hebben. En ook omdat de investeringen van de corporatiesector vooral door deze 100 woningcorporaties worden gedaan.

Tabel 9.2: Opbouw gewogen verhuureenheden 2021, naar DAEB en niet-DAEB

Type vastgoed	DAEB	Niet-DAEB	TI
Woonruimte	1.556.022	93.731	1.648.547
Bedrijfsruimte	9.282	21.279	30.422
Maatschappelijk vastgoed	3.747	398	4.171
Intramuraal zorgvastgoed	49.667	700	50.610
Parkeergelegenheid	13.784	130.362	142.894
Overig	2.806	301	3.244
Ongewogen VHE	1.635.307	246.771	1.879.887
Gewogen VHE's	1.621.053	142.442	1.762.293

De verschillende typen vastgoed zijn gewogen met de gebruikelijke wegingsfactoren. Deze wegingsfactoren zijn in tabel 9.3 weergegeven.

Tabel 9.3: De wegingsfactoren voor de verschillende typen vastgoed

Wegingsfactor	
Woonruimte	1,0
Bedrijfsruimte	1,0
Maatschappelijk onroerend goed	2,0
Intramuraal (per wooneenheid)	1,0
Garages	0,2
Overig	0,2