

## FINALE VERSIE

Van: Prof. Dennis Vink, PhD  
Voor: Commissie K&GG, tweedekamer  
Datum: 26 januari 2025  
Betreft: Concept voor rondetafelgesprek maatwerkafspraken Tata Steel

### **In hoeverre voldoet Tata Steel Nederland aan de vereisten om overheidssubsidies, leningen of andere vormen van financiële steun te ontvangen?**

Om deze vraag te beantwoorden, is het cruciaal om de kerncijfers en financiële vooruitzichten van het bedrijf te analyseren, met een specifieke focus op cashflow, investeringen en de marktwaarde van het eigen vermogen. De conclusie van mijn memo luidt dat de financiële positie van Tata Steel Nederland (hierna: Tata), zoals gerapporteerd in de jaarrekening 2023-2024, aanzienlijke vragen oproept over haar geschiktheid voor overheidssubsidies en andere financiële ondersteuning.

#### **1. Financiële prestaties en kasstromen**

Uit de financiële cijfers van de afgelopen drie jaar (2021-2024) blijkt dat de operationele kasstroom (cash generated from operations) van Tata Steel Nederland gemiddeld €427 miljoen per jaar bedraagt. De kapitaaluitgaven (investeringen in vaste activa *of* net cash flow used in investing activities) bedragen gemiddeld €414 miljoen per jaar, wat resulteert in een bescheiden vrije operationele kasstroom van slechts circa **€13 miljoen**. Dit duidt erop dat Tata Steel Nederland beperkte financiële ruimte heeft voor verdere investeringen zonder externe steun. Daarnaast laat 2024 een nog slechter resultaat zien. Indien de berekeningen uitsluitend worden gebaseerd op de cijfers uit de jaarrekening van 2024, blijkt dat de operationele vrije kasstroom niet positief is, maar juist negatief, namelijk **-€785 miljoen** in plaats van de gemiddelde €13 miljoen over de afgelopen drie jaar. Bovendien is de liquiditeitspositie van het bedrijf in 2024 drastisch afgenomen, van €839 miljoen in 2023 naar een aanzienlijk lager bedrag van €104 miljoen in 2024. Dit wekt de suggestie dat de moedermaatschappij in India geen aanvullende substantiële financiële ondersteuning heeft geboden en de onderneming zelf moet laten herstellen, omdat Tata geen rendabele investering (meer) is voor de moedermaatschappij.

#### **2. Ondernemingswaarde en financiële gezondheid: schatting van de status-quo**

Wat is Tata waard in de markt? Om een basiswaardering te maken van Tata, kan er op eenvoudige wijze een *schatting* worden gemaakt op basis van gangbare financiële aannames. Bij een gewogen gemiddelde kapitaalkosten (WACC) van 15%, wordt de ondernemingswaarde geschat op **€93 miljoen** (namelijk  $€14 / 0,15 = €93$ ).<sup>1</sup> Echter, met een totale schuldpositie aan kredietinstellingen van **€243 miljoen** in 2024, resulteert dit in een negatieve marktwaarde van het eigen vermogen van circa **-€150 miljoen** ( $€93 - €243 = -€150$ ), wat impliceert dat de vrije kasstromen van Tata Steel Nederland onvoldoende zijn om de schulden te dekken. Dit wijst op een zorgwekkende financiële instabiliteit en verhoogt het risico voor investeerders en kredietverstrekkers, waaronder de overheid. Indien de berekeningen uitsluitend worden gebaseerd op de cijfers uit de jaarrekening 2023-2024, dan rekenen we met **-€785 miljoen** in plaats van de gemiddelde **€14 miljoen van de laatste 3 jaren**. En dat gaat helaas niet. Dit impliceert dat de onderneming op basis van deze negatieve kasstromen alleen nog gewaardeerd kan worden op liquidatiewaarde, wat de financiële onzekerheid verder onderstreept en een aanzienlijk risico vormt voor potentiële financiële steun.

**Conclusie: het bovenstaande illustreert dat Tata Steel Nederland zich in een financieel precaire situatie bevindt, waarin de continuïteit zonder aanzienlijke externe kapitaalinjecties onder druk staat.**

---

<sup>1</sup> <https://valueinvesting.io/TATASTEEL.NS/valuation/wacc>

### 3. Duurzaamheidsuitdagingen en bijkomende kosten

Om te voldoen aan de toenemende regelgeving en duurzaamheidsdoelen, zal Tata Steel aanzienlijke investeringen moeten doen. Volgens (Economievakblad ESB, 3 december 2024) wordt geschat dat er jaarlijks nog eens **€800 miljoen** aan extra kosten nodig is voor duurzaamheidstransitie. Indien we deze kosten in de financiële schattingen meenemen, ontstaat de volgende situatie:

- Negatieve marktwaarde van eigen vermogen: €-150 miljoen (sectie 2; op basis van 3-jaar gemiddelde, niet het laatste jaar 2024).
- Jaarlijkse extra kosten: €800 miljoen / 0,15 = €5,33 miljard (verdisconteerd op basis van de kapitaalkosten van 15%).
- Extra duurzaamheidsinvesteringen: schatting €2,0 miljard.

Dit leidt tot een totale negatieve netto contante waarde (NPV) van €-150 miljoen - €5,33 miljard - €2 miljard = **€-7,5 miljard**. Dit benadrukt de aanzienlijke financiële uitdaging waarmee Tata Steel geconfronteerd wordt. Let op: dit zijn schattingen.

**Conclusie: in dit scenario kijkt Tata, met een overheidssubsidie van €2 miljard voor infrastructuur, aan tegen een negatieve marktwaarde van circa €7,5 miljard. Het bovenstaande illustreert dat Tata een strategie nastreeft die door de overheid gefinancierd zou moeten worden, maar die vervolgens niet voldoende rendement oplevert om op termijn zelfstandig voortgezet te kunnen worden.**

### 4. Juridische en beleidsmatige overwegingen

De mogelijkheid voor Tata om overheidssubsidies te ontvangen, dient zorgvuldig te worden beoordeeld op basis van Europese en nationale regelgeving inzake steun, milieuwetgeving en economische haalbaarheid. De volgende juridische kaders zijn hierbij van belang:

- Steun mag worden toegekend als de onderneming deze steun absoluut nodig heeft. Aangezien de moedermaatschappij van Tata Steel Nederland over voldoende financiële middelen beschikt, is de noodzaak van steun twijfelachtig. Indien de moedermaatschappij niet bereid is financiële steun te bieden (en daar lijkt het op), blijft de rechtmatigheid van steun discutabel, aangezien het bedrijf twijfelachtig is met betrekking tot de vereisten voor langetermijnlevensvatbaarheid op basis van de financiële gezondheid.
- Steun mag niet zomaar worden verstrekt aan ondernemingen die niet levensvatbaar zijn. Tata moet aantonen hoe de onderneming haar financiële stabiliteit op lange termijn zal herstellen. Tata voldoet naar mijn mening momenteel niet aan de vereisten voor langetermijnlevensvatbaarheid, wat de verstrekking van overheidssteun juridisch problematisch maakt.

Deze kaders benadrukken de noodzaak van een grondige beoordeling van de financiële situatie van Tata Steel Nederland en de rechtmatigheid van eventuele overheidssteun. Daarbij dient rekening te worden gehouden met de EU-regelgeving en de potentiële gevolgen van niet-naleving.

### Conclusie en Beschouwing

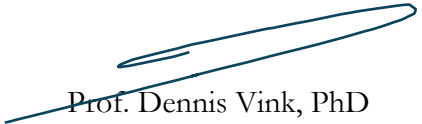
Op basis van de huidige financiële situatie, juridische risico's en toekomstige duurzaamheidsuitdagingen lijkt Tata Steel Nederland naar mijn mening niet te voldoen aan de vereisten voor substantiële overheidssubsidies of leningen. De negatieve marktwaarde van het eigen vermogen (gebaseerd op aannames) en de hoge schuldenlast maken dat Tata zonder harde garanties of ingrijpende strategische veranderingen niet in aanmerking komt.

## FINALE VERSIE

Wat mij zorgen baart, is dat Tata inderdaad een strategie heeft neergelegd met ingrijpende veranderingen. Echter, zelfs als de overheid dit volledig subsidieert (zie scenario in dit memo), zal Tata de extra kosten in combinatie met de relatief lage en zelfs negatieve kasstromen op de lange termijn niet kunnen dragen. Het is namelijk zeer aannemelijk dat de duurzaamheidsplannen niet rendabel genoeg zijn en zullen leiden tot hogere exploitatiekosten. Dit wordt ook gesuggereerd door ESB (2024). Daarnaast heeft het Zweedse staalbedrijf SSAB in 2021 intensief onderzoek gedaan naar de waarde van Tata in het kader van een mogelijke overname, maar deze is uiteindelijk afgeketst. Volgens SSAB zou de synergie van een samenwerking niet opwegen tegen de kosten en noodzakelijke investeringen.

Kortom, het is van cruciaal belang dat een onafhankelijke beoordeling plaatsvindt, waarbij de overheid zorgvuldig afweegt of verdere steun aan Tata Steel daadwerkelijk in het publieke belang is en in overeenstemming met de geldende wet- en regelgeving. Een onjuiste toekenning van subsidie kan leiden tot aanzienlijke juridische en financiële complicaties, zowel voor de overheid als voor de betrokken partijen.

Met vriendelijke groet,



Prof. Dennis Vink, PhD

### **Bijlage**

De disclaimer is hieronder in het Engels opgesteld. In het Nederlands betekent dit samengevat dat er geen rechten kunnen worden ontleend aan dit memo. Het is een opiniestuk en zal derhalve ook als zodanig gelezen moeten worden. Ik (Dennis Vink) accepteer geen aansprakelijkheid voor de gevolgen van dit memo, noch voor degene(n) waarvoor het memo is opgesteld, noch voor derden. Het memo heeft uitsluitend betrekking op de onderwerpen die daarin zijn beschreven voor de commissie K&GG en kan derhalve niet in een breder perspectief worden gebruikt. Mijn inschakeling en werkzaamheden dragen nadrukkelijk het karakter van een inspanningsverplichting, en geef geen enkele garantie op het daadwerkelijk behalen van een resultaat. Ik aanvaard dan ook geen enkele vorm van aansprakelijkheid.

### **English Version**

Any valuation or other analysis undertaken by [Dennis Vink] in connection with the memo is provided on the understanding that [Dennis Vink] does not accept responsibility for the accounting or other data (including commercial or technical assumptions) on which such analysis is based. It is the sole responsibility of the recipient to assess and evaluate such analysis, advice, data, and assumptions. The memo may contain inaccuracies and errors. The memo exclusively pertains to the topics described therein for the K&GG committee and therefore cannot be used in a broader context outside the committee.

The recipient shall not, and shall ensure that its representatives shall not, make any claim against [Dennis Vink] to recover for, and agrees that [Dennis Vink] shall have no liability (under contract or in law) for, any damages (including without limitation costs, loss of profit, and consequential

## FINALE VERSIE

damages) which the recipient or any of its representatives may suffer due to or arising from any actions taken or omitted by [Dennis Vink] in relation to the memo.

The recipient indemnifies, and shall hold harmless, [Dennis Vink] against all claims, actions, regulatory or governmental investigations, proceedings, and judgments made or announced against [Dennis Vink], and all damages (including without limitation costs, loss of profit, and consequential damages) that [Dennis Vink] may suffer or incur, directly or indirectly, as a result of or in connection with the memo, the performance of duties and services thereunder, or [Dennis Vink's] involvement with the memo. This indemnity is in addition to any other liability which the recipient may have under contract or in law to [Dennis Vink].