



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

TINC: eerste voorstelling (7 november 2016)

Inleiding

In het laatste nummer van de Beste Belegger bespreken we summier de portefeuillesamenstelling en de jaarresultaten van TINC, in dit document willen we wat meer achtergrondinformatie geven.

TINC, de afkorting van **The Infrastructure Company**, werd op 12 mei 2015 op de beurs van Brussel geïntroduceerd. De groep werd opgericht in 2007 door Belfius en GIMV met als doel het tot stand brengen, de ontwikkeling en het beheren van investeringen in infrastructuur. Met dit initiatief vulden beide groepen een leemte in België op het vlak van financiering op lange termijn, in die zin dat banken zich slechts beperken tot looptijden van 7 tot 10 jaar. TINC beheert een investeringsportefeuille van 128 miljoen euro in publiek-private samenwerkingen (PPS), energie en overige infrastructuur in België en Nederland.

TINC is dus het eerste Belgische beursgenoteerde infrastructuurfonds. In Groot-Brittannië noteren er 6, bijvoorbeeld 3i Infrastructure Fund.

Samenstelling portefeuille

Op het einde van juni 2016 had TINC een portefeuille met een waarde van 128 miljoen euro. De portefeuille bestaat uit 13 participaties in België (86% van totaal) en Nederland (14% van totaal). Bij 11 participaties treedt TINC op als aandeelhouder, bij 2 participaties is het een kredietverstrekker.

PPS-projecten (publiek-private samenwerking) zijn goed voor 38% van de portefeuille, energieprojecten voor 48% en dan is er nog 14% dat onder overige wordt geklasseerd. We geven een overzicht van deze participaties:

- PPS-projecten:
 - L'Hourgnette, 81%: betreft de gevangenis in Marche-en-Famenne. Partners zijn de Belgische Regie der Gebouwen en het Ministerie van Justitie.
 - Brabo 1: operationeel sinds 2012. Het betreft de traminfrastructuur in het oostelijke deel van Antwerpen (uitbreidingen tot Wijnegem en Mortsel/Boechout) en een onderhoudsdepot van trams in Wijnegem. TINC bezit 52% van het project, de publieke partners zijn De Lijn en het Agentschap Wegen en Verkeer.
 - Bioversneller, 50,002%: het betreft de investering in een Gents bedrijventrum gericht op biotechnologiebedrijven. Het werd ontwikkeld samen met het Vlaams Instituut voor Biotechnologie en de Universiteit Gent.
 - Prinses Beatrixsluis, 3,75%: betreft het sluisencomplex te Nieuwegein in Nederland langs het Lekkanaal, waar een nieuwe sluis gebouwd wordt en waar de 2 bestaande gerenoveerd worden. De start van de operationele uitbating is voorzien voor 2019. De publieke partner is Rijkswaterstaat.
 - Via R4 Gent, 75% - 1 aandeel: het gaat om de renovatie en uitbreiding van de R4 Ringweg rond Gent. De publieke partner is het Agentschap Wegen en Verkeer van het Vlaams Gewest. De weg is operationeel sinds 2014, de resterende levensduur bedraagt 28 jaar.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

- Energieprojecten
 - Berlare Wind, 49%: onshore windmolenpark in Berlare met 4 windmolens die een totale capaciteit van 9,2 MW hebben.
 - Lowtide, 99,99%: eigenaar en uitbater van 23 projecten in zonne-energie in Vlaanderen. De totale productiecapaciteit bedraagt 6,7 MWp. Engie Fabricom verzorgt de operationele kant van de projecten.
 - Nobelwind: TINC heeft een langlopende lening verstrekt aan dit te bouwen offshore windmolenpark voor de Belgische kust. Het zal 50 windmolens tellen met een totale capaciteit van 165 MW.
 - Northwind: TINC heeft een langlopende lening verstrekt aan dit offshore windmolenpark voor de Belgische kust dat sinds 2014 operationeel is. Het telt 72 windmolens met een totale capaciteit van 216 MW.
 - Solar Finance, 87,43%: omvat 48 installaties voor zonne-energie in Vlaanderen en is operationeel sinds 2011. De totale productiecapaciteit bedraagt 18,9 MWp. Engie Fabricom verzorgt de operationele kant van de projecten.
 - Storm, 39,47%: beslaat 11 Vlaamse windmolenparken met een totale capaciteit van 63,76 MW, operationeel sinds 2012.
 - Kreekraksluis, 43,65%: is een onshore windmolenpark gelegen aan de Kreekraksluizen in het Nederlandse Reimerswaal. Het omvat 16 windmolens met een totale capaciteit van 40 MW.

- Overige:
 - Eemplein, 100%: de parkeergarage Eemplein bevindt zich in het Nederlandse Amersfoort en bestaat sinds 2012. Ze telt 625 parkeerplaatsen en bevindt zich in een buurt met winkels, kantoren en een bioscoop. Het operationele beheer is uitbesteed aan een lokale partner.

In de loop van het boekjaar nam TINC afscheid van 2 participaties, met name Belwind en dcinex, die beiden hun achtergestelde lening terugbetaalden. TINC heeft ook 2 gecontracteerde participaties die na oplevering in de portefeuille opgenomen zullen worden, deze hebben een waarde van 37 miljoen euro. Het eerste betreft de A11, de nieuwe snelweg van 13 kilometer tussen Brugge en Knokke die momenteel gebouwd wordt. De publieke partner is het Agentschap Wegen en Verkeer van het Vlaams Gewest. Het tweede project betreft de A15 in Nederland, met een lengte van 37 kilometer die de Maasvlakte met het Vaanplein verbindt. De publieke partner is Rijkswaterstaat.

De portefeuille, met een waarde van 128 miljoen euro, is onderverdeeld in 60 miljoen euro kapitaal, 66,6 miljoen euro aandeelhouders- en achtergestelde leningen op lange termijn en 1,4 miljoen euro achtergestelde leningen op korte termijn. Een andere nuttige informatie is dat 57,9 miljoen euro van de aandeelhouders- en/of achtergestelde leningen een rentevoet hebben van 8,61%, in lijn met de discontovoet van 8,25% (zie verder).

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Bespreking voorbeelden

Een gedetailleerde analyse maken van TINC kan alleen maar als we alle operationele details kennen van de verschillende participaties. Spijtig genoeg is dit niet mogelijk door een gebrek aan informatiedoorstroming. Het is een sectorgebruik om weinig of geen financiële details over de participaties publiek te maken. Gelukkig hebben we in België de balanscentrale van de Nationale Bank van België die ons toelaat de rekeningen van Belgische bedrijven op te vragen en te analyseren. We deden dit voor Berlare Wind, L'Hourgnette en Brabo 1.

- Berlare Wind: geplaatst kapitaal van 1,975 miljoen euro, netto financiële schuld van 8,224 miljoen euro. Omzet in 2015 van 2,532 miljoen euro en een nettowinst van 0,280 miljoen euro, waarvan 0,266 miljoen euro als dividend werd uitgekeerd. Rendement op eigen vermogen is 14,2% over 2015, was slechts 7% over 2014 doordat het resultaat lager was.
- L'Hourgnette: geplaatst kapitaal van 2,435 miljoen euro, netto financiële schuld van 72,774 miljoen euro. Het netto resultaat bedraagt 0,339 miljoen euro (rendement eigen vermogen van 13,9%), waarvan 0,145 miljoen euro als dividend werd uitgekeerd (dividendrendement 6%). Het lage kapitaalniveau tegenover de torenhoge schuld is wel bijzonder, maar er zijn nog bijzondere zaken merkbaar in de balans. Zo zijn alle bouw- en financieringskosten geactiveerd en geboekt als een vordering op meer dan een jaar, die dan jaar na jaar daalt naarmate ze terugbetaald wordt. De gevangenis, het gebouw dat het onderwerp is van de constructie, bevindt zich niet in deze vennootschap.
- Brabo 1: eigen vermogen van 10,46 miljoen euro en een netto financiële schuld van 26,3 miljoen euro. In 2015 was er een winst van 0,766 miljoen euro en werd een dividend van 1,1 miljoen euro uitgekeerd. Het rendement op eigen vermogen bedroeg 7,3%. Het is duidelijk dat dit project minder agressief gefinancierd is in vergelijking met de andere 2 voorbeelden.

TINC is inderdaad verplicht om fiscale spitstechnologie te gebruiken om de vennootschapsbelasting zo laag mogelijk te houden. Dividenden genieten van het DBI-principe (definitief belaste inkomsten zijn vrijgesteld ten belope van 95%), maar in tegenstelling tot de Britse sectorcollega's heeft TINC minder andere belastingvrijstellingen.

Resultaten

TINC opteerde uitzonderlijk voor een eerste extra lang boekjaar van 18 maanden. Dat startte op 31 december 2014 en liep tot 30 juni 2016. Qua verwerking van de jaarresultaten en ontvangst van de dividenden van de participaties (die vooral in het begin van het kalenderjaar plaats vinden) biedt een jaarafsluiting eind juni heel wat voordelen. In dat eerste boekjaar steg de waarde van de portefeuille van 104 naar 128 miljoen euro: er werd voor 31,6 miljoen euro geïnvesteerd, terwijl er voor 10,8 miljoen euro terugbetalingen van eigen en vreemd vermogen plaats vonden.

De totale opbrengsten kwamen uit op 19,274 miljoen euro en bestonden voor 13,997 miljoen euro uit intresten, dividenden en diverse vergoedingen. De niet-gerealiseerde meerwaarden kwamen uit op 5,276 miljoen euro. Volledigheidshalve moeten we er aan toevoegen dat er ook voor 2,373 miljoen euro niet-gerealiseerde kosten geboekt werden als onderdeel van de operationele kosten. Het netto resultaat kwam uit op 11,771 miljoen euro, of 0,86 euro per aandeel.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

(in '000 euro)	Prospectus	Gerealiseerd
Totale opbrengsten	12.375,1	19.273,8
<i>Intresten, dividend, vergoedingen</i>	10.167,2	13.997,3
<i>Niet-gerealiseerde meerwaarden</i>	2.207,9	5.276,5
Bedrijfsresultaat	7.999,0	12.651,1
Financieel resultaat	-676,9	-730,1
Belastingen	-185,7	-149,4
Netto resultaat	7.137,2	11.771,6
Netto resultaat per aandeel	0,52	0,86

De intrinsieke waarde op het einde van het boekjaar kwam uit op 11,57 euro per aandeel, in het prospectus was een waarde van 10,87 euro vooropgesteld. Het rendement op jaarbasis (berekend door het bedrijf zelf en los van de kosten van de beursintroductie) komt hiermee uit op 7,97%. Het brutodividend voor dit verlengde boekjaar wordt vastgesteld op 0,4675 euro, waarvan in september 2015 al een voorschot van 0,12 euro was uitgekeerd. Bruto komt het dividendrendement uit op 3,65%, netto is dat 2,66%.

Besluit

Vandaag noteert TINC met een premie van 10,6% op de intrinsieke waarde berekend op 30 juni 2016. Deze premie lijkt ons niet echt een probleem, gelet op de discontovoet van 8,25% die gebruikt werd bij de berekening van die intrinsieke waarde.

Wat betekent dit juist? Bij een ongewijzigde portefeuille zal de aangroei jaar na jaar 8,25% zijn, dat is de essentie van de discontovoet. En dit is heel goed nieuws voor de belegger die een mooi rendement tegemoet kan zien. Wel zijn er de operationele kosten die ongeveer 1,5% van de intrinsieke waarde bedragen. Een belangrijk deel van de opbrengst vloeit naar de aandeelhouder onder de vorm van een dividend, na afhouding van 27% roerende voorheffing wel te verstaan. Het restant wordt herbelegd, hopelijk ook aan 8,25%.

Wat die herbelegging betreft, heeft TINC al zicht op 2 nieuwe participaties met een waarde van 37 miljoen euro. Het betreft 2 autowegprojecten, de A11 in België en de A15 in Nederland. We merken wel op dat TINC niet voldoende eigen middelen heeft om die 37 miljoen euro te betalen. Voor een infrastructuurvennootschap is het aantrekken van vreemde middelen ter financiering van participaties niet aan de orde, gezien het al hoge schuldniveau bij de participaties. Een kapitaalverhoging in de loop van de volgende maanden behoort dus zeker tot de mogelijkheden.

De belegger kan vandaag al een eerste positie nemen, maar moet onderliggend wel financiële middelen voorzien om deel te kunnen nemen aan een mogelijke kapitaalverhoging.

Gert De Measure (7 november 2016, TINC: 12,75 euro)

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.