

## **TINC: resultaten eerste helft boekjaar 2019/20 (13 maart 2020)**

### Inleiding

TINC, de afkorting van **The Infrastructure Company**, werd op 12 mei 2015 op de beurs van Brussel geïntroduceerd. Bij de beursintroductie haalde het 110 miljoen euro vers kapitaal op om toen een beurskapitalisatie van ongeveer 150 miljoen euro te bereiken. In december 2016 vond een eerste kapitaalverhoging van 77 miljoen euro plaats. Daarna werd er in maart 2018 78 miljoen euro opgehaald via een tweede kapitaalverhoging, een derde operatie vond plaats begin december 2019 en toen werd 112,7 miljoen euro opgehaald. We kijken er nu naar uit hoe de middelen van deze operaties aangewend zijn geweest en hoe de rendabiliteit ervan verloopt. In dit document bespreken we de resultaten van de eerste helft van het boekjaar 2019/20 dat liep van 1 juli 2019 tot 31 december 2019.

### Samenstelling portefeuille

Eind 2019 had TINC een portefeuille met een waarde van 315,4 miljoen euro (was 267,1 miljoen euro eind juni 2019), bestaande uit 19 participaties in België (67% van totaal), Nederland (24% van totaal) en Ierland (9%).

PPS-projecten (publiek-private samenwerking) zijn goed voor 33% van de portefeuille, (hernieuwbare) energie-projecten voor 40% en dan is er nog 27% dat onder vraaggestuurde infrastructuur (voordien overige) wordt geklasseerd.

Een interessant weetje is dat TINC voor 300 MW productiecapaciteit in alternatieve energie (274 MW in wind, 26 MW in zon) bezit. De kerncentrales Doel 1 en 2 hebben elk een capaciteit van iets meer dan 400 MW, voor de grotere Doel 3 en 4 is dat iets meer dan 1.000 MW. Met de aankoop van een meerderheidsbelang in het Nederlandse windmolenpark Kroningswind komt daar 80 MW bij.

Niet onbelangrijk bij de financiering van haar investeringen is de aard ervan. Er moet natuurlijk eigen vermogen of kapitaal zijn, maar even belangrijk zijn de achtergestelde leningen. Omdat ze achtergesteld zijn, worden ze technisch gezien bij het eigen vermogen geteld of gelijk gesteld met eigen vermogen. Zo heeft TINC aan zijn participaties een eigen vermogen ten bedrage van 305,6 miljoen euro ter beschikking gesteld, dit met inbegrip van achtergestelde leningen voor een bedrag van 92,7 miljoen euro.

Belangrijk om weten is dat TINC op deze achtergestelde leningen een gewogen gemiddelde rentevoet van 8,73% ontvangt. Achtergestelde leningen, gelijk gesteld met eigen vermogen, houden een hoger risico in, waardoor de rentevoet gevoelig hoger ligt dan bij een traditioneel bankkrediet. Een tweede voordeel is dat via de terugbetaling van achtergestelde leningen overtollige middelen makkelijker uit de vennootschap gehaald kunnen worden. En natuurlijk kan de hogere rente van die achtergestelde leningen fiscaal afgetrokken worden van de opbrengsten. Naast 305,6 miljoen euro eigen vermogen dat wordt ter beschikking gesteld aan de filialen, heeft TINC ook nog voor 9,8 miljoen euro 'gewone' leningen uitstaan. De rente die het hierop ontvangt, is niet bekend.

---

**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.

## Investerings in de eerste helft van het boekjaar 2019/20

TINC investeerde een bedrag van 43,1 miljoen euro in nieuwe en in bestaande participaties, meer bepaald in het windmolenpark Kroningswind (zie verder), in nieuwe windmolens bij Storm Vlaanderen, in de Prinses Beatrixsluis en in het Nederlandse Glasdraad.

In dit halfjaar deed het voor 60 miljoen euro toezeggingen en dit voor 2 investeringen. Enerzijds gaat het om 40 miljoen euro om een meerderheidsbelang te verwerven in het Nederlandse windmolenpark Kroningswind voor de bouw van 19 windmolens met een totale capaciteit van 80 MW. Anderzijds heeft TINC een bijkomende schijf van 20 miljoen euro toegezegd aan het Nederlandse Glasdraad (glasvezelnetwerken via de Maatschappij voor Breedband in Nederland).

Op het einde van dit halfjaar had de groep nog engagementen voor een bedrag van 59,5 miljoen euro uitstaan. Na dit halfjaar ging TINC een bijkomende toezegging aan ten voordele van Glasdraad van 20 miljoen euro.

Op het einde van dit halfjaar op 31 december 2019 had TINC een cashpositie van 119,9 miljoen euro (61,7 miljoen euro eind juni 2019).

## Resultaten

TINC heeft geen traditie om gedetailleerd in te gaan op de resultaten. We kunnen dus slechts de cijfers aflezen zoals ze gepresenteerd worden. De basis van die resultaten wordt gevormd door de intresten, dividenden en vergoedingen die het van zijn participaties ontvangt. Die kenden wel een daling van 3% in het afgelopen halfjaar. De post niet-gerealiseerde meerwaarden nam 25,8% toe tot 7.929 miljoen euro, licht ondersteund door een minieme daling van de verdisconteringsvoet (zie hoger). Het gros van de positieve herwaardering was dus afkomstig van de actualisatie van de uitgangspunten om de toekomstige kasstromen te berekenen. Dit kan bijvoorbeeld door hogere verwachte resultaten.

In totaal kwam het bedrijfsresultaat 17,7% hoger uit. Het financieel resultaat is verwaarloosbaar door de afwezigheid van financiële schulden, de belastingen bedroegen -0,342 miljoen euro (was -0,380 miljoen euro in de vorige jaarhelft. Het netto resultaat steeg 18% tot 10,225 miljoen euro, per aandeel was dat 0,36 euro of +12,5%. Door een toename van het aantal uitstaande aandelen (kapitaalverhoging van december 2019) viel de groei per aandeel lager uit.

Het bedrijf meldt dat er dit halfjaar een uitzonderlijke kost was van 2,2 miljoen euro voor de kapitaalverhoging, maar het is volledig duidelijk waar die in de resultatenrekening tot uiting komt.

| (in '000 euro)                             | 18/19H1        | 19/20H1        | Δ19/20       |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|--------------|
| Totale opbrengsten                         | 10.706,7       | 12.150,0       | 13,5%        |
| <i>Intresten, dividenden, vergoedingen</i> | <i>4.144,2</i> | <i>4.018,8</i> | <i>-3,0%</i> |
| <i>Niet-gerealiseerde meerwaarden</i>      | <i>6.302,8</i> | <i>7.929,1</i> | <i>25,8%</i> |
| Bedrijfsresultaat                          | 9.032,8        | 10.633,9       | 17,7%        |
| Netto resultaat                            | 8.654,2        | 10.214,9       | 18,0%        |
| Netto resultaat per aandeel                | 0,32           | 0,36           | 12,5%        |
| Intrinsieke waarde per aandeel             | 11,73          | 12,06          | 2,8%         |

---

**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 veeelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

### Dividend en intrinsieke waarde

De intrinsieke waarde op het einde van dit halfjaar kwam uit op 12,06 euro per aandeel, 6 maand eerder was dat 12,15 euro, terwijl er ondertussen een brutodividend van 0,50 euro uitgekeerd is geweest. De return bedraagt dus  $(0,50 - 0,09 = 0,41 / 12,06)$  3,4% op 6 maand, op 6,8% op jaarbasis. In het boekjaar 2018/19 was dat 6%, in het boekjaar 2017/18 bedroeg de return 6,25%. Voor de berekening van de intrinsieke waarde werd een verdisconteringsvoet van 7,92% gebruikt, in het vorige boekjaar was dat 7,94%. Zoals we vroeger reeds schreven in het VFB-magazine, kan de verdisconteringsvoet gezien worden als de groei van de waarde op een jaar bij ongewijzigde omstandigheden.

De groei kwam dus met 6% iets lager uit dan die verdisconteringsvoet, maar dit kan verklaard worden door de beheerskosten en de kosten van de kapitaalverhoging. In mindere mate speelde ook de winstverwatering door de kapitaalverhoging een rol.

Over het boekjaar 2019/20 zal TINC een brutodividend van 0,51 euro per aandeel uitkeren. Hoe groot het deel is dat onder de vorm van een kapitaalvermindering uitgekeerd wordt en dus vrij van roerende voorheffing is, is nog niet bepaald.

### Bespreking van een participatie

Om de investeringsmechanismen in de infrastructuurwereld in het algemeen en bij TINC in het bijzonder beter te kunnen begrijpen, bespreken we een voorbeeld uit de portefeuille van TINC. Het betreft Lowtide, waarin TINC een belang van 99,99% aanhoudt. Lowtide en zijn 100% filiaal Hightide zijn eigenaar en exploitant van 23 installaties van zonne-energie in Vlaanderen met een totaalvermogen van 6,7 MWp. We gebruiken de data van het boekjaar 2018.

We starten onze bespreking bij het overlopen van de passiva. Het eigen vermogen van 1,327 miljoen euro bestaat vnl. uit 0,600 miljoen euro kapitaal, aangevuld met 0,506 miljoen euro kapitaalsubsidies. De schulden bedragen 6,403 miljoen euro en de belangrijkste componenten daarvan zijn achtergestelde leningen ten bedrage van 4,579 miljoen euro en voor 1,007 miljoen euro bankkredieten. Het balanstotaal komt uit op 7,731 miljoen euro.

| <b>ACTIVA</b>             |                  | <b>PASSIVA</b>                      |                  |
|---------------------------|------------------|-------------------------------------|------------------|
| Materiële vaste activa    | 2.550.342        | Eigen vermogen                      | 1.327.437        |
| Financiële vaste activa   | 4.350.100        | <i>o.a. kapitaal</i>                | 600.000          |
| <i>o.a. deelnemingen</i>  | 2.040.685        | <i>o.a. kapitaalsubsidies</i>       | 506.148          |
| <i>o.a. vorderingen</i>   | 2.309.362        | Schulden                            | 6.403.384        |
| Vlottende activa          | 830.371          | <i>o.a. achtergestelde leningen</i> | 4.579.265        |
| <i>o.a. liquiditeiten</i> | 790.762          | <i>o.a. bankkredieten</i>           | 1.006.726        |
| <b>BALANSTOTAAL</b>       | <b>7.730.821</b> | <b>BALANSTOTAAL</b>                 | <b>7.730.821</b> |

---

**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.

De materiële vaste activa, zijnde de eigen zonnepanelen, staan voor 2,550 miljoen euro in de boeken, de participatie in Hightide (onder deelnemingen bij de financiële vaste activa) heeft een waarde van 2,041 miljoen euro. De vorderingen ten bedrage van 2,309 miljoen euro betreffen de achtergestelde lening die TINC aan Hightide heeft toegekend.

Door het gebruik van achtergestelde leningen is er dus weinig kapitaal nodig en kan er gemakkelijk bijkomende bankkrediet aangetrokken worden. T.o.v. het balanstotaal van 7,731 miljoen euro staat slechts 0,600 miljoen euro kapitaal.

Bekijken we het resultaat dat Lowtide neerzet, dan wordt het helemaal mooi. Lowtide realiseerde in 2018 een winst van 0,225 miljoen euro en keerde over dat jaar een dividend uit van 0,275 miljoen euro door aanvulling vanuit de reserves. Tegenover die 0,600 miljoen euro kapitaal bedraagt het rendement op eigen vermogen dus 37,5%, het dividendrendement komt zelfs op 46% uit. Een deel van die dividenduitkering was wel afkomstig van winsten uit vorige boekjaren, zodat de hoogte van dit dividend niet recurrent is.

Dit voorbeeld van Lowtide is een mooi voorbeeld van de prestaties die neergezet kunnen worden bij infrastructuurinvesteringen. Eenmaal het project volledig opgezet is en de (min of meer) recurrente inkomsten beginnen binnen te stromen, kan er een mooie return gerealiseerd worden. Zo verwachten we veel van de windmolenprojecten van Storm Vlaanderen. TINC heeft een participatie van 39,47% in deze groep die 36 operationele windmolens uitbaat, er 6 in aanbouw heeft en er nog 145 op de tekentafel heeft liggen (informatie van website van Storm Vlaanderen, datum van de publicatie is niet duidelijk).

### Besluit

In de voorbije 3 maanden heeft TINC zijn reputatie van aandeel met een laag risico en lage volatiliteit eer aangedaan. Terwijl de Bel20 31,6% verloor, kon TINC het verlies beperken tot 6,7%.

Met een bruto dividendrendement van 4,1% en een heel defensieve portefeuille gewaardeerd op basis van een verdisconteringsvoet van 7,92%, blijft TINC een basiswaarde voor elke beleggingsportefeuille.

Gert De Measure (koers TINC 12,50 euro).