1980 VFB 2020
Vlaamse Federatie van Beleggers

ELIA

17 maart 2020

Koers	**68,90**
Aantal aandelen (m)	68,65
Marktkapitalisatie (m)	4.730

Eigen vermogen FY19 (m)	4.022,3
Netto fin. schuld FY19 (m)	5.523,1

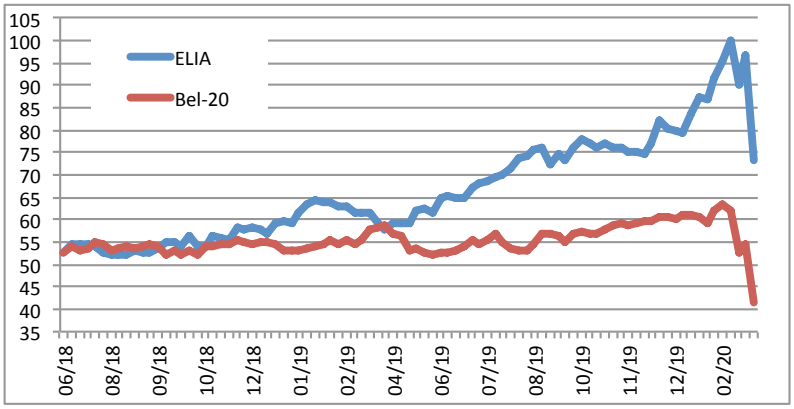
ROE '19	7,4%

(in miljoen EUR)	FY14**	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Bedrijfsopbrengsten	838,9	851,4	868,1	887,5	1.931,8	2.319,0	n.b.
Groei in %	n.r.	1,5%	2,0%	2,2%	n.r.	20,0%	n.b.
EBIT	296,8	336,4	295,0	344,6	502,6	569,7	n.b.
EBIT%	35,4%	39,5%	34,0%	38,8%	26,0%	24,6%	n.b.
EBITDA	409,6	442,8	425,0	475,5	750,5	930,2	n.b.
EBITDA%	48,8%	52,0%	49,0%	53,6%	38,8%	40,1%	n.b.
Financieel resultaat	-100,6	-92,8	-82,9	-76,5	-93,2	-139,6	n.b.
Netto resultaat	172,6	210,6	179,8	229,1	275,2	254,3	233,4

	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Winst per aandeel	2,84	3,47	2,95	3,76	4,52	3,91	3,40
Netto dividend	1,16	1,13	1,11	1,13	1,16	1,18	1,20
Koers/winstverhouding *	13,50	12,51	16,85	12,74	15,25	17,61	20,26
Dividendrendement *	3,0%	2,6%	2,2%	2,4%	1,7%	1,7%	1,7%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2018, 2019 en 2020E huidige koers

**: wijziging consolidatie 50Hertz: via equivalentie i.p.v. proportioneel vanaf FY14



Bedrijfsomschrijving

Elia Group is actief in de transmissie van elektriciteit, een gereglementeerde activiteit. De winst van Elia bestaat uit een 'billijke vergoeding' op de waarde van de gebruikte activa, vermeerderd met een vergoeding voor de niet-beheersbare kosten en een incentive op de daling van de beheersbare kosten. We kunnen 3 onderdelen onderscheiden:

1) Elia Transmission: is de beheerder van het Belgische transmissienet voor elektriciteit, voor het net op 150 tot 380 kV en voor de verbindingen op 30 tot 70 kV. Het heeft 8.500 km lijnen en ondergrondse kabels en telt 1.350 medewerkers.

2) 50Hertz Tansmission: verwerving van 60% in juni 2010 en aankoop van bijkomende 20% in april 2018. Het is een van de 4 netbeheerders in Duitsland (noord/oost) heeft 10.200 km lijnen en telt 1.040 werknemers.

3) Niet-gereglementeerde activa: buiten België en Duitsland. Het betreft o.a. de Nemo Link, een verbinding tussen België en Groot-Brittannië van 140 km. Deze activiteiten waren licht verlieslatend in 2018.

De grootste aandeelhouders zijn Publi-T en Publipart die 47,47% aanhouden.

In juni 2019 voerde Elia een kapitaalverhoging van 435 miljoen euro door, deels om de aankoop van een bijkomende schijf van 20% in 50Hertz van april 2018 voor 990 miljoen euro te financieren.

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

1980 VFB 2020
Vlaamse Federatie van Beleggers

Voorbeschouwing

Het jaar 2019 stond in het teken van de herschikking van de structuur van de Elia Groep. Zo werd er een overkoepelende holding opgericht, waaronder apart de gereguleerde activiteiten in België (Elia Transmissions) en in Duitsland (50Hertz) ressorteren, evenals de niet-gereguleerde activiteiten. Deze nieuwe juridische structuur maakt het ook juridisch eenvoudiger om in de toekomst andere internationale activiteiten te ontplooien. Het management heeft immers duidelijke overname-ambities. We konden er onder vier ogen over spreken met de CFO.
Zo vernamen we dat Elia een M&A-team (*mergers & acquisitions*) heeft opgericht die heel actief internationale overnames moet (onder)zoeken. Enerzijds gaat het om sectorgenoten in het buitenland, anderzijds om specifieke projecten, zoals verbindingen tussen windmolenparken op zee en het vasteland. De concurrentie is heel groot vanwege financiële partijen die over veel financiële middelen beschikken voor infrastructuurinvesteringen, maar volgens de Elia-CFO kan Elia zijn operationele ervaring als pasmunt inzetten om mee aan tafel te mogen schuiven.
In juni 2019 vond ook de langverwachte kapitaalverhoging (435 miljoen euro werd opgehaald) plaats. Die was al veel vroeger voorzien om de hoge investeringen in België en Duitsland te kunnen financieren, maar was nu zeker nodig na de aankoop van een bijkomende schijf van 20% in het Duitse 50Hertz in 2018. Het voordeel van het uitstel van de kapitaalverhoging was dat Elia in 2018 kon profiteren van een hogere schuldhefboom met een belangrijke positieve impact op de winst per aandeel. Door de uitgifte van nieuwe aandelen in 2019 was er door de winstverwatering een daling van die winst per aandeel.

Resultaten 2019

Ten gevolge van de nieuwe structuur bestaande uit een overkoepelende maatschappij met daaronder 3 entiteiten (België, Duitsland en niet-gereguleerde activiteiten), werd in de eerste helft van 2019 de rapportering aangepast en die volgen we nu.
De groepsomzet steeg 20% tot 2,319 miljoen euro. De sterke stijging was vooral het gevolg van de volledige consolidatie van 50Hertz over 12 maanden in 2019. In 2018 was dit slechts 8 maanden. Op vergelijkbare basis daalde de omzet met 0,7%, het gevolg van een lagere omzet in België en Duitsland, deels gecompenseerd door een hogere omzet bij de niet-gereguleerde activa (genaamd EGI).
Bij de EBIT of bedrijfswinst was er een gelijkaardig effect. Deze nam 13,4% toe tot 569,7 miljoen euro, maar op vergelijkbare basis was er een achteruitgang van 5,8%. Een toename van de financiële schuld (+950 miljoen euro, wel daling financiële kost van 2,30% naar 2,13%) leidde tot een lager financieel resultaat. De aangepaste nettowinst steeg 9% tot 306,2 miljoen euro. Na correctie voor niet-recurrente elementen (+28,1 miljoen euro in 2018 en +6 miljoen euro in 2019), nam de nettowinst slechts 0,7% toe. Na correctie voor derdenbelangen (vooral van de 20% in 50Hertz die Elia niet bezit) en na de vergoeding voor de hybride schuldinstrumenten uitgegeven in 2018, daalde de nettowinst 7,6% tot 254,3 miljoen euro. per aandeel is dat 3,91 euro, of 13,5% lager dan in 2018 door het hoger aantal uitstaande aandelen (kapitaalverhoging juni 2019).

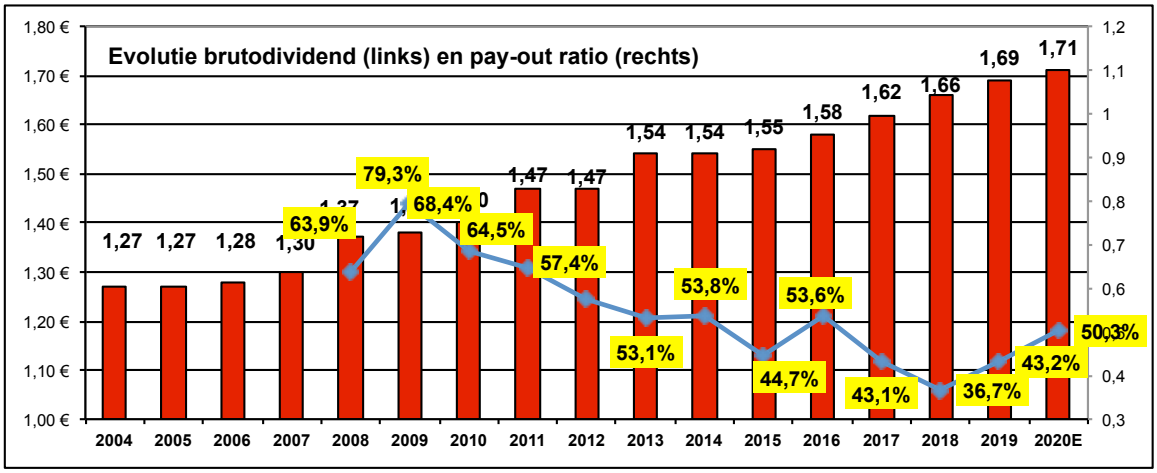
	ELIA Tr.		50Hertz		Niet-gereguleerd		Elia Groep		
(in miljoen euro)	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	Δ 18/19
Omzet	959,4	948,8	1.364,9	1.360,1	13,9	20,7	1.931,8	2.319,0	20,0%
Bedrijfswinst	228,9	243,9	385,4	321,3	-8,9	4,5	502,6	569,7	13,4%
EBITDA	369,1	394,8	475,0	530,5	-7,9	4,8	750,5	930,2	23,9%
Financieel resultaat	-65,4	-64,4	-45,6	-65,3	1,3	-9,9	-93,2	-139,6	n.r.
Nettowinst	114,9	125,0	169,2	142,0	-2,8	6,5	275,2	254,3	-7,6%
Winst p/a	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	4,52	3,91	-13,5%
Eigen vermogen p/a	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	44,9	48,4	7,8%

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

Bij de Belgische activiteiten, d.i. Elia Transmissions, steeg de winst van 114,9 tot 125 miljoen euro. Door het realiseren van belangrijke investeringen en door het verwerven van incentives voor een hoge operationele efficiëntie verwierf Elia Transmissions een hogere vergoeding of winst, maar dat werd deels afgetopt door een lager rendement van de Belgische OLO (is deels referentie voor de vergoeding die Elia ontvangt), door een hogere belastingprovisie en door schade aan elektrische installaties.
In Duitsland bij 50Hertz was er daarentegen een lagere winstbijdrage, van 169,2 miljoen euro naar 142 miljoen euro (gerekend aan het belang van 80%). In 2018 kon 50Hertz profiteren van de terugname van een fiscale provisie, terwijl in 2019 het gereglementeerde rendement op eigen vermogen daalde van 9,05% naar 6,91% tengevolge van de start van een nieuwe regulatoire periode. Meer op operationeel vlak genoot 50Hertz van de ingebruikname van belangrijke onshore- en offshoreprojecten, maar dit werd dan ook weer geneutraliseerd door hogere afschrijvingen en hogere financiële kosten.
Bij de niet-gereguleerde activiteiten was er een winst van 6,5 miljoen euro na het verlies van 2,9 miljoen euro in 2018. De ingebruikname van de Nemo Link (verbinding tussen België en Groot-Brittannië) leverde een bijdrage van 6,5 miljoen euro, terwijl de diverse andere elementen elkaar in evenwicht hielden.

Voor 2020 voorziet het management een nettowinst die 6,5% à 7,5% van het eigen vermogen bedraagt. In 2019 kwam het rendement op eigen vermogen uit op 7,66%. Het lagere rendement dat voorop gesteld wordt voor 2020 heeft deels te maken met de stijging van dat eigen vermogen in 2019, enerzijds door de winstreservering, anderzijds door de kapitaalverhoging aan 57 euro, hoger dan de 44,9 euro van eind 2018. Die rendementsvork van 6,5% tot 7,5% toegepast op het eigen vermogen van 48,4 euro per aandeel eind 2019 geeft een cijfer van 3,15 tot 3,63 euro voor 2020, minder dan de 3,91 euro winst per aandeel van 2019. Enerzijds de lagere schuldhefboom en anderzijds de winstverwatering liggen aan de basis van die lagere winstverwachting. We gaan wel uit van een verdere stijging van het brutodividend per aandeel, tot bijvoorbeeld 1,71 euro bruto. Uit de grafiek hieronder blijkt dan ook dat de pay-out ratio in 2019 gestegen is en normaliter verder zal stijgen in 2020.



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

Investeringen

In 2019 heeft de groep een bedrag van 1,212 miljard euro geïnvesteerd, waarvan 723,5 miljoen euro in België en 488,6 miljoen euro in Duitsland. De waarde van de gereguleerde activa steeg hierdoor met 9% om uit te komen op 9,1 miljard euro (4,8 miljard euro België en 4,3 miljard euro Duitsland), een jaar eerder was dat 8,3 miljard euro. in 2016 bedroeg die waarde 7,1 miljard verdeeld over België (3,9 miljard euro) en over Duitsland (3,2 miljard euro). Het zal niemand verbazen dat de meeste projecten betrekking hebben op windmolenprojecten op zee.
In België gaat het om de volgende projecten:

- Nemo Link: exploitatie van de lijn tussen België en Groot-Brittannië (start begin 2019)
- Modular Offshore Grid: stopcontact op zee: verbinding van 4 windmolenparken op zee met Zeebrugge, zal eind 2019 operationeel zijn
- Brabo: versterking van het netwerk in de haven van Antwerpen en verbinding met Nederland
- ALEGrO: verhoging van de transmissiecapaciteit met Duitsland (in 2020 in gebruik)
- Mercator – Horta: verbinding tussen Zomergem en Kruibeke

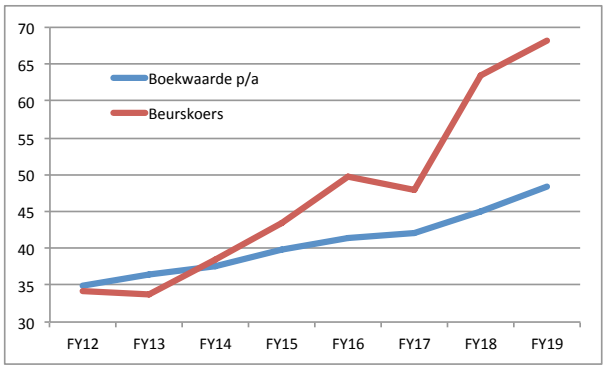
In Duitsland zijn enkele van de lopende projecten:

- Ostwind 1 & 2: verbinding windmolenparken in de Baltische zee met het Duitse vasteland
- Kriegers Flak Combined Grid Solution: verbinding tussen Denemarken en Duitsland, meer bepaald op zee waarbij 2 windmolenparken verbonden worden, met samenwerking tussen 50Hertz en de Deense netwerkuitbater Energinet.

Het moet duidelijk zijn dat Elia Groep sterk zal blijven investeren in zijn gereguleerde activa. Voor de volgende 5 jaren wordt een jaarlijkse groei van 7% tot 8% vooropgesteld.

Conclusie

In de periode 2018 tot begin 2020 heeft het aandeel Elia een heel opmerkelijk koers-parcours afgelegd. Terwijl in de periode 2012 tot 2017 de koers min of meer gelijke tred hield met de boekwaarde, nam ze vanaf 2018 veel sterker toe dan de boekwaarde. Begin 2020 noteerde het aandeel meer dan tweemaal de boekwaarde, vandaag is dat een meer redelijke 1,4. Een andere verklaring voor de koers zou de evolutie van de gereguleerde activa minus de netto financiële schuld kunnen zijn. Maar t.o.v. die waarde van 52,1 noteert het aandeel nog steeds met een hoge premie.



Voor FY19: huidige koers, andere jaren: koers op jaareind

We geven eerder al aan dat de hoge waardering van de afgelopen maanden het gevolg kan zijn van de torenhoge prijs die Chinese investeerders boden voor 20% van 50Hertz. Die waarde toegepast op het belang van Elia en deels toegepast op Elia Transmissions kan resulteren in een waardering van meer dan 100 euro, maar is bij afwezigheid van een overnamebod op het geheel minder te verantwoorden.
Het defensieve karakter van de groep (infrastructuur) en de continue dividendgroei heeft ongetwijfeld kopers met geleend geld aangetrokken, kopers die nu gedwongen moeten verkopen. We hebben wel de indruk nu dat voor de koers het ergste leed geleden is.

Gert De Mesure

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