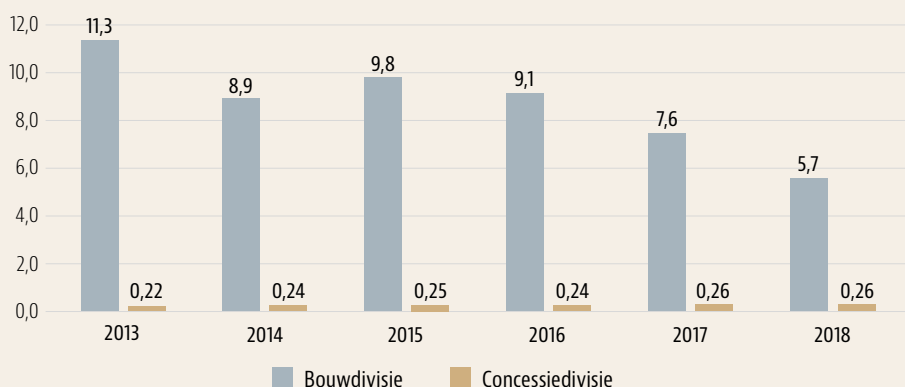


Maar vergunningen kosten klauwen met geld. Vinci had vorig jaar bij elkaar 31,1 miljard euro geïnvesteerd om een omzet(je) te boeken van circa 8 miljard euro (verhouding omzet en geïnvesteerd kapitaal: 0,22).

Bij het bouwonderdeel mag de marge laag zijn, de omzet is torenhoog (36 miljard euro) en de kapitaalbehoefte minimaal (6,2 miljard euro). Afgezien van enkele machines is nauwelijks materieel nodig voor het runnen van een bouwbedrijf, en het werkkapitaal is vaak negatief, onder meer omdat klanten projecten voorfinancieren.

Het leidt ertoe dat de bouwomzet bijna een factor 6 hoger ligt dan het geïnvesteerde vermogen. Dit wordt ook wel de productiviteit van het kapitaal genoemd.

GRAFIEK 2: KAPITAALPRODUCTIVITEIT, HET BOUWONDERDEEL IS VEEL MINDER KAPITAALINTENSIEF

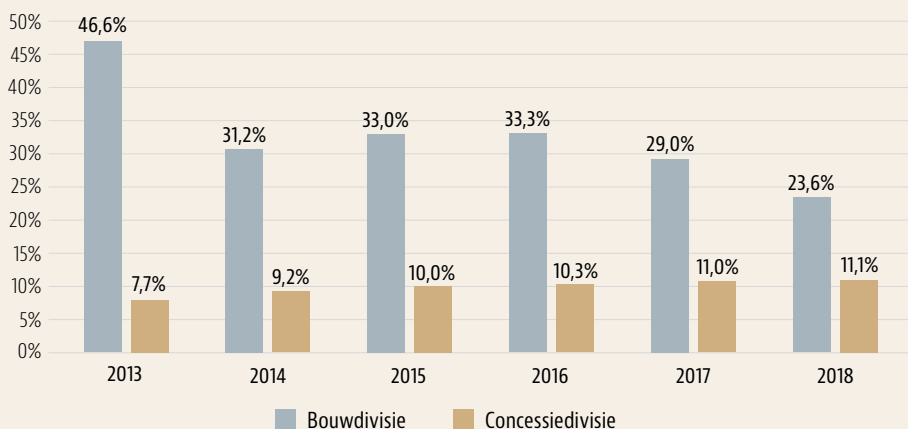


Uiteindelijk wordt het rendement op een activiteit bepaald door de marge (grafiek 1: winst/omzet) te vermenigvuldigen de kapitaalproductiviteit (grafiek 2: omzet/geïnvesteerd kapitaal).

Waar de meeste analisten lovend zijn over de concessietak, leert dit sommetje dat het bouwonderdeel rendabeler is dan de concessietak. De lage bouwmarginen worden ruimschoots gecompenseerd door de hoge productiviteit van het kapitaal, waardoor het rendement vorig jaar op 23,6 procent uitkwam (4,1 procent marge maal 5,7 keer de kapitaalproductiviteit).

Voor beleggers die Nederlandse bouwers gewend zijn, lijkt dit uitzonderlijk hoog. Zo ligt dit rendement bij bouwverzekering BAM momenteel rond het nulpunt.

GRAFIEK 3: ALLES BIJ ELKAAR RENDEERT BOUWEN BETER DAN TOLPENNINGEN INNEN



Vinci had ultimo 2018 circa 16 miljard euro nettoschuld (schulden minus cashpositie). Bij een ebitda van circa 7 miljard euro levert dit een schuldratio van ruim 2 op.

De schulden van het bedrijf zijn volledig voor rekening van de concessietak. De rentetarieven zijn relatief laag – vorig jaar gemiddeld 1,88 procent – omdat de inkomsten uit tolwegen voorspelbaar zijn. Door met flinke schulden te werken, is het rendement op eigen vermogen aanzienlijk hoger (16,7 procent) dan op het totale geïnvesteerde kapitaal, inclusief schulden (9,8 procent).

Het valt op dat een flink deel van de uitstaande leningen een variabele rente heeft, maar hier staat tegenover dat het grootste deel van het bedrijfsresultaat bestaat uit concessie-inkomsten, die ook meegroeien met de inflatie.

Kredietbeoordelaar S&P geeft Vinci het oordeel A- met een positieve outlook.