



niet zonder tolbetalingen naar Zuid-Frankrijk rijdt.

Uitzonderingen daargelaten – denk aan het dieptepunt van de crisis in 2008 en recenter door protesten van gele hesjes op snelwegen – groeit het autoverkeer elk jaar een beetje. Daarbovenop is in de vergunningen vastgelegd dat Vinci de toltarieven jaarlijks kan opschroeven met een bedrag dat minimaal gelijk is aan 70 procent van de inflatie. In de praktijk betekent dit dat de tolnkomsten jaarlijks rond de 2 procent toenemen.

De geleidelijke margeverbetering in de laatste vijf jaar van 1,4 procentpunt tot 72,2 procent laat zien dat de kosten voor het beheer en onderhoud van de wegen minder snel stijgen dan de inkomsten.

Het lijkt geen twijfel dat Vinci graag verder zou willen groeien in tolwegen, maar vergunningen zijn schaars. Bovendien lopen de bestaande vergunningen vanaf 2032 af en is lang niet zeker dat deze worden verlengd (zie risico's).

### FLESJE WATER

Het zullen belangrijke redenen zijn geweest dat Vinci-topman Xavier Huillard zich in de laatste vijf jaar is gaan storten op vliegveldconcessies. Dit begon in 2013, toen Vinci in Portugal een monopoliepositie kreeg door de aankoop van tien vliegveldvergunningen.

Sindsdien slokte Vinci overal ter wereld vliegvelden op; van de VS (9 vliegvelden) tot Japan en Cambodja. Meer recent nam het een flink belang in London Gatwick, het tweede vliegveld van Groot-Brittannië. Inmiddels is Vinci naar eigen zeggen de tweede uitbater van vliegvelden ter wereld, met belangen in 45 vliegvelden in 12 landen. Op jaarbasis stijgen of landen er bijna 250 miljoen passagiers op de vliegvelden van het Franse bouwbedrijf.

Hoewel lager dan bij tolwegen, oogt de marge van 58,6 procent van de vliegveldtak keurig (941 miljoen euro ebitda op 1,6 miljard euro omzet in 2018). De vergoe-

### VINCI LANGS DE MEETLAT

*Is Vinci een interessante belegging? De VEB beoordeelt de Franse bouwer aan de hand van vijf criteria.*



*Het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC, na belastingen) van Vinci lag vorig jaar met 9,8 procent hoger dan de kostenvoet van kapitaal van rond de 8 procent. Het verschil is niet groot, maar waarschijnlijk wel duurzaam doordat de komende decennia tolgelden kunnen worden geïnd. Ook het bouwonderdeel lijkt in staat om structureel waarde te creëren.*

dingsstructuur, inclusief de inflatievergoeding, is vergelijkbaar met die van tolwegen. Daarnaast krijgt Vinci vaak de ruimte om waarde toe te voegen door te investeren in capaciteitsuitbreidingen. Zo liggen er nu onder meer plannen om de landingsbaan van Gatwick te verlengen, waardoor het aantal passagiers op de lange termijn met enkele tientallen miljoenen per jaar zou kunnen toenemen (vorig jaar: 45,7 miljoen).

Bijkomend voordeel van vliegconcessies is dat Vinci ook het recht krijgt om winsten van winkels, horeca en parkeerplekken af te romen (ruim een kwart van de vliegveldomzet in 2018). Iedereen die een flesje water achter de douane van Schiphol heeft afgerekend, weet dat de marges hier torenhoog moeten zijn (Vinci splitst dit niet uit).

### HOGES PRIJZEN

De hoge marges mogen aantrekkelijk zijn, het verkrijgen van vergunningen is kostbaar.