

# VINCI'S DRIE GROOTSTE RISICO'S

De financiële resultaten van Vinci ogen robuust. Zeker voor een bouwer. Maar de twee verdienmodellen kennen ook risico's.

## Risico 1: Vergunningen lopen af

De inkomsten uit vergunningen voor tolwegen zijn extreem stabiel. Tot een vergunning afloopt.

Voorlopig lijkt dit geen issue. De vergunningen voor de belangrijkste Franse tolwegen – circa 3200 kilometer – lopen nog tussen de 13 en 17 jaar. In 2005 bemachtigde Vinci de vergunningen voor een aantrekkelijke prijs, onder meer omdat de concurrentie beperkt was.

Het is een fout die een toekomstige president waarschijnlijk niet zal herhalen. Zeker niet door de opkomst van de gele-hesjes-beweging, die een hekel heeft aan de privatisering van staats eigendommen. Eind vorig jaar botvierde de beweging haar frustratie op het kapitalistische systeem door tolpoortjes en slagbomen te slopen, waardoor Vinci tijdelijk geen tolgelden kon innen.

Het risico dat de Franse regering de concessies vanaf 2032 niet verlengt, is niet zuiver theoretisch. Onlangs weigerde de nieuwe socialistische regering in buurland Spanje vergunningen te prolongeren, en werd de als "elitair" bestempelde heffing voor enkele tolwegen helemaal afgeschaft.

Mocht de Franse overheid de vergunningen wel verlengen lijkt aannemelijk dat Vinci veel meer zal moeten betalen dan in 2005. Dit drukt rendementen.

## Risico 2: Bouwers blijven bouwers

Het trackrecord van Vinci's risicomanagement is vrij sterk. Het laat onverlet dat het bouwonderdeel blootstelling heeft aan enkele (heel) grote en complexe projecten.

Zo is Vinci met tientallen projecten – goed voor een totale waarde van 1,6 miljard euro tot nu toe – betrokken bij het "Grand Paris"-project, waarbij het metronetwerk van Parijs grondig wordt aangepakt.

Het project legt niet alleen 200 kilometer aan nieuwe metrolijnen aan, ook worden 68 stations vernieuwd en winkelvastgoed bijgebouwd. Het project loopt tot 2030 en de totale kosten worden geschat op maximaal 35 miljard euro.

Hoewel Vinci's tak met majeure projecten met een omzet van circa 1,4 miljard euro in 2018 relatief klein is,

blijft het risico op kostenoverschrijdingen significant. Vinci blijft toch een beetje een bouwbedrijf.

## Risico 3: Prijzen opgestuurd

De lage rente en de structurele groei van vliegverkeer zorgt ervoor dat verkopers van vliegvelden – vaak overheden – de hoofdprijs kunnen krijgen voor concessies. Het feit dat steeds meer soorten beleggers, denk aan staatsfondsen en durfkapitalisten, interesse hebben in de vergunningen, drijft prijzen verder op.

Dit blijkt ook wel uit de stevige ebitda-multiple van 20 die Vinci eind vorig jaar voor Gatwick neerlegde. De transactie waardeert het tweede vliegveld van Londen op ruim 8 miljard Britse pond. Dat is veel meer dan de 1,5 miljard pond die de verkopers zelf betaalden voor het vliegveld in 2009. Zeker als het Brexit-risico wordt meegenomen, is de kans dat Vinci te veel betaalt reëel. Een harde Brexit zou Gatwick raken door een daling van het vliegverkeer.

Ondertussen maakt topman Huillard er geen geheim van interesse te hebben Vinci's kleine belang in Aéroports de Paris uit te breiden. Beleggers vrezen dat de Franse overheid haar controlerend belang in het bedrijf dat de twee internationale vliegvelden van Parijs beheert alleen voor de hoofdprijs zal verkopen.



*De omzet van Vinci steeg in het laatste halve decennium met net geen 2 procent per jaar. Analisten houden rekening met een versnelling van de groei.*

*Het orderboek van het bouwonderdeel zit tjokvol en door recente overnames van de concessietak (Gatwick) zullen de verkopen ook hier dit jaar versnellen. Ondertussen profiteert Vinci van rugwind doordat de groei van het vliegverkeer ongeveer twee keer zo hoog ligt als van de gehele economie. Analisten houden rekening met een omzetgroei van tussen de 3 en 5 procent per jaar in de komende jaren.*



*Beleggers betalen 11,6 keer het bruto bedrijfsresultaat (ebitda) voor Vinci (ondernemingswaarde, dus inclusief de nettoschuld). Circa tien jaar geleden lag de waardering bijna twee keer zo laag (ev/ebitda: 6 keer). Beleggers lijken Vinci's strategie om de tolinkomsten fors op te schroeven te belonen. In 2007 bestond 44 procent van de (netto)winst van 1,5 miljard euro nog uit tolinkomsten tegenover 65 procent vorig jaar (winst van 3 miljard euro). De steeds hogere multiple laat zien dat beleggers Vinci niet meer als bouwer waarderen maar als uitbater van transportinfrastructuur met een stabiele inkomstenstroom. Het maakt dat aandelen Vinci al lang geen koopje meer zijn.*