

De concessie-divisie slokt ruim 80 procent van Vinci's totale geïnvesteerde kapitaal van circa 38 miljard euro op.

Het leeuwendeel van de investering is "immaterieel" en vertegenwoordigt kort gezegd de "redelijke waarde" van alle vergunningen bij elkaar. Dit zijn ruwweg de aanschafprijzen minus de tolwinsten die al gerealiseerd zijn.

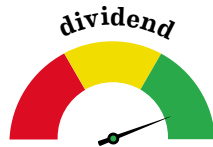
De hoge aanschafprijs voor vergunningen duwt het rendement op geïnvesteerd kapitaal naar beneden tot rond de 9,7 procent vorig jaar. Maar door het defensieve en voorspelbare karakter van de activiteiten ligt het rendement ver boven de kostenvoet van kapitaal (circa 6 procent).

FRANS BOUW WONDER

Doordat de meeste ogen van beleggers en analisten gericht zijn op de vergunningentak zou je haast vergeten dat Vinci's bouwpoet met een omzet van bijna 36 miljard euro het grootste aannemersbedrijf van Europa is.

De aanbestedingstak groeide het laatste halve decennium nauwelijks (0,6 procent per jaar), voornamelijk vanwege strubbelingen bij de bouwactiviteiten. Het grootste onderdeel binnen de aannemerstak – 14,2 miljard euro omzet – is ondanks jaren van inspanning van het management om dit te veranderen nog steeds sterk afhankelijk van de gefragmenteerde Franse vechtmak (56 procent van de omzet). Vinci is marktleider in het thuisland, maar heeft slechts 8 procent van de markt in handen. Deze fragmentatie maakt dat klanten de voorwaarden dicteren, waardoor de tak het moet doen met relatief lage marges (2,8 procent in 2018).

Een belegger die even uitzoomt, ziet echter dat de marge van de hele aanbestedingstak van 3,2 tot 4,2 procent in het laatste decennium uitzonderlijk hoog en stabiel is



Vinci verhoogde het dividend in de laatste vijf jaar met circa 8,5 procent per jaar. Het bedrijf wist het uitkeringspercentage van de winst over die periode nagenoeg op 50 te houden, hetgeen betekent dat de verhogingen gedragen worden door stijgingen van de winst.

Analisten houden rekening met een groei van de uitkering van rond de 8-9 procent in de komende jaren. Het dividendrendement schommelt rond de 3 procent.

voor een bouwer. Waar het usance is voor een bouwer als BAM dat de winst om de zoveel jaar compleet wordt weggevaagd door kostenoverschrijdingen en vertragingen bij projecten, boekte Vinci's bouwstak sinds de eeuwwisseling in geen enkel jaar verlies.

Alles lijkt erop dat de Franse overheid bij aanbestedingen minder scherp op prijzen let en zich coulanter opstelt naar bouwers als projecten onverhoopt duurder uitvallen. Al speelt ook mee dat veel activiteiten van Vinci relatief hoog in de waardeketen zitten. Denk hier aan de energietak, die met infrastructuurprojecten en verduurzaming van fabrieken vol lijkt te profiteren van de energietransitie. De tak lijkt in

staat structureel hoge marges te realiseren (5,8 procent marge in 2018).

COMPLEMENTAIR

Maar de stabiele marges onderbouwen ook de stelling van topman Huillard dat de bouw- en concessietak elkaar versterken. Zo kan Vinci zijn eigen aannemerstak – vaak tegen hoge marges – inzetten voor onderhoud van wegen of uitbreiding van vliegvelden.

Bovendien kan het bouwbedrijf door de stabiele inkomstenstroom uit concessies vrij kieskeurig zijn met projecten. Waar alle bouwers claimen marge boven volume te verdienen, lijken de financiële resultaten te vertellen dat Vinci dit daadwerkelijk doet.

VINCI'S TEGENPOLEN IN DRIE GRAFIEKEN

Vinci's twee activiteiten – bouwen en tolgelden innen – zijn in veel opzichten tegenpolen.

Het innen van tolgelden lijkt een gouden verdienmodel. Van de concessie-inkomsten van 8 miljard euro vorig jaar bleef circa 3,5 miljard euro winst over (een ebit-marge van 43 procent). In de bouw lijkt het daarentegen sappelen met een marge van 4,1 procent.

GRAFIEK 1: DE VERGUNNINGENTAK HEEFT TORENHOGE MARGES

