

## Vinci SA

Vores vurdering af Vinci:

- Aktiekursen er efter vores beregninger klart undervurderet, og yder i skrivende stund et attraktivt langsigtet afkastpotentiale på mere end 100% i forhold til den nuværende aktiekurs.
- Selvom Vinci er kategoriseret som et cyklisk selskab har virksomheden mange af de samme kvaliteter som foreningens kerneselskaber – herunder en høj grad af indtjeningsstabilitet.
- Succeshistorien i de senere år har været forretningsområdet *Concessions*, hvor især lufthavnsdriften har bidraget med høj organisk vækst samtidig med at de franske betalingsveje har leveret stabiliteten - i en svær periode.
- Det er positivt, at ledelsen igen forventer vækst i byggeridelen *Contracting*, som i de senere år ellers har været ramt af et svagt investeringsniveau - særligt i Frankrig.
- På kort sigt er der usikkerheden omkring det franske valg, hvor aktiekursen forventes at falde i tilfælde af sejr til *Marine Le Pen*. Det er dog ikke noget vi forventer vil ske.

I denne udgave af *Indblik i Porteføljen* retter vi fokus mod den franske industrigigant Vinci, som har været en del af foreningens porteføljer - *Stonehenge Globale Valueaktier* og *Stonehenge Value Mix* - siden april 2012. Kort fortalt lever Vinci af at bygge forskellige former for infrastruktur – herunder broer, veje, tunneller og jernbaner – samtidig med at virksomheden også er involveret i andre typer af ingeniørarbejde og byggeprojekter – herunder ejendoms- og byudviklingsprojekter. Udover selve det at bygge, står virksomheden også for driften af flere veje, lufthavne, jernbaner og stadions rundt omkring i verden, og faktisk er Vinci med 35 lufthavne og over 130 mio. passagerer i 2016 blandt de fem største lufthavnsoperatører i verden. Derudover kører der hver dag mere end 2 mio. køretøjer på virksomhedens mere end 4.000 km franske betalingsveje, hvilket giver en vis stabilitet i virksomhedens indtjening. Til trods for, at Vinci gennem flere år har haft en strategisk målsætning om at øge virksomhedens internationale eksponering, udgør deres franske hjemmemarked stadig den største del af forretningen og udgjorde i regnskabsåret 2016 hele 60% af omsætningen. Tyskland og Storbritannien er med hhv. 7,2% og 6,7% deres næststørste markeder, mens Nordamerika i 2016 udgjorde omkring 4% af omsætningen. Vinci har også forretning i Danmark, hvor virksomheden bliver en af hovedentreprenørerne på den planlagte Fehmern-forbindelse, som skal forbinde Danmark og Tyskland med en 18km lang sænketunnel (mangler stadig de sidste godkendelser i Tyskland).

### Om denne publikation:

Når vi vælger selskaber til porteføljen skal de altid både bestå en kvantitativ analyse og en kvalitativ analyse - og selskabet skal samtidig passe ind i den samlede portefølje. Den kvantitative analyse tager afsæt i fakta fra selskabets seneste regnskab og sikrer blandt andet, at vi altid kun investerer i selskaber med stabil indtjening og lav gæld og hvor aktiekursen samtidig er væsentligt lavere end vores beregnede fair værdi. Denne publikation handler om den anden del af vores investeringsproces, nemlig den efterfølgende grundige fundamentale analyse af selskabet. Formålet med at offentliggøre analysen er, at give vores kunder og andre interesserede mulighed for at forstå, hvorfor vi synes selskabet er en god langsigtet investering – primært vurderet ud fra de kvalitative forhold.

**Vinci** er et globalt industriselskab med hovedaktiviteter indenfor etablering og drift af infrastruktur-løsninger

#### Hovedsæde:

Rueil-Malmaison (Paris) i Frankrig

#### Antal medarbejdere (2016):

Ca. 183.000

#### Årlig omsætning (2016):

38.547 mio. euro

#### Årlig driftsindtjening (2016):

6.037 mio. euro

#### Udbytte (seneste 12 mdr.):

2,82%

#### Forventninger til 2017:

Forventer vækst i både omsætning og driftsindtjening

Vinci adskiller sig fra hovedparten af foreningens investeringer ved at operere i en branche som er mere følsom overfor ændringer i konjunkturerne end vores kerneselskaber (*For at forstå, hvad et Stonehenge kerneselskab er, kan forrige udgave af Indblik i Porteføljen omkring Unilever læses*). Vi valgte at inkludere Vinci i porteføljerne tilbage i 2012, da vi på daværende tidspunkt havde en tro på, at den europæiske gældskrise var lagt bag os, og at scenen for et nyt økonomisk opsving var sat. Det var derfor oplagt at finde et cyklisk selskab med stor eksponering mod Europa, som dermed ville få gavn af et eventuelt europæisk opsving.

Vores tro på et europæisk opsving blev dog ikke bekræftet lige så hurtigt som forventet, og først her næsten 5 år senere taler man for alvor om, at et europæisk (globalt) opsving er i gang. Alligevel har vores investering i Vinci leveret gode afkast til vores kunder – både på aktiekursen og på de løbende udbyttebetalinger – hvilket i høj grad skal tilskrives en dygtig ledelse, som har ageret i forhold til de udfordringer og muligheder der er dukket op undervejs.

### ► Stabilitet i indtjeningen

Selvom Vinci opererer i en konjunkturfølsom branche, har Vinci faktisk mange af de samme kvaliteter som foreningens mere defensive kerneselskaber – herunder en høj grad af indtjeningsstabilitet. Typisk, ser man ellers at cykliske virksomheder i blandt andet byggesektoren oplever store fald i indtjeningen, når der kommer negative choks til makroøkonomien, men selv under både finanskrisen i 2008-2009 og under den europæiske gældskrise i 2011-2012 har Vinci formået at øge bundlinjen. Dette skal i høj grad tilskrives Vincis forretningsområde *Concessions*, som har driften med veje, broer, tunneller, jernbaner, lufthavne og stadions rundt omkring i verden, og som selv i perioder med lav økonomisk aktivitet i samfundet giver en vis stabilitet i indtjeningen. Helt basalt er denne del af forretningen bygget op omkring *Private-Public-Partnerships (PPP)*, altså kontrakter mellem en privat aktør, i dette tilfælde Vinci, og en offentlig myndighed om at designe, finansiere og bygge (eller opgradere) infrastrukturen og andre faciliteter, og derefter stå for driften og vedligeholdelsen af denne i ofte 20, 30 og helt op til 70 år. De lange kontrakter giver dermed Vinci en meget lang driftscyklus, som gør indtjeningen mere robust over for afmatning i den nuværende økonomiske situation, hvilket komplimenterer de andre forretningsdele, som har en kortere driftscyklus og dermed mere følsom overfor ændringer i den økonomiske konjunktur. Infrastruktur er egentlig en opgave for det offentlige, men der er en række fordele ved at udlicitere opgaven til en privat aktør. Blandt andet gør PPP det muligt at flere projekter kan se dagens lys samtidig med at projekter bliver gennemført hurtigere end, hvad de ville uden en PPP-kontrakt. Det er nemlig den private aktør, som står for finansieringen og derudover påtager sig alle risici forbundet med projektet. Det offentlige kan derfor ved at gøre brug af PPPs gennemføre infrastrukturinvesteringer selv i perioder, hvor det offentlige handlemuligheder er begrænset af stramme budgetter.

*Concessions* er en højmarginforretning, som til trods for en omsætningsandel i 2016 på kun 17% udgjorde hele 72% af Vincis samlede driftsindtjening. Her kommer det største bidrag fra *Vinci Autoroutes*, som står for driften af mere end 4.000 km betalingsveje i Frankrig, og hvor de mere end 2 mio. køretøjer, som kører på netværket hver eneste dag, giver en stabil indtjening – selv i de svære perioder. Faktisk har både omsætningen og driftsindtjeningen i *Vinci Autoroutes* været stigende i alle årene siden 2009, hvilket i høj grad er et resultat af, at der hvert år er kommet flere køretøjer på deres franske vejnetværk, og som i perioden 2009-2016 er steget med næsten 15%. Trafikvæksten voksede i 2016 med 3,2%, primært



drevet af de lave brændstofpriser, øget samhandel mellem Frankrig og den Iberiske halvø samt at turisterne ikke umiddelbart har ladet sig skræmme af de (efterhånden) mange terrorangreb i Frankrig. Den positive udvikling i trafikvæksten for både lette- og tunge køretøjer forventer ledelsen vil fortsætte i 2017, hvilket vil være positivt for både top- og bundlinjen.

I bestræbelserne på at blive mindre afhængig af de franske betalingsveje, både i forhold til den nuværende situation, men i særdeleshed på langt sigt, når kontrakterne på vejnetværket udløber og overgår til den franske stat, bliver det vigtigt at have andre ben at stå på. Ét af disse ben er lufthavnsdriften, hvor Vinci i de senere år har haft en strategisk målsætning om at blive markedsleder indenfor – og faktisk er Vinci med tilgangen af de ti nye lufthavne i 2016 nu oppe på i alt 35 lufthavne (13 i Frankrig, 10 i Portugal, 6 i Den Dominikanske Republik, 3 i Cambodia, 2 i Japan og 1 i Chile), hvilket gør *Vinci Airports* blandt de fem største lufthavnsoperatører i verden. I takt med at flere lufthavne er blevet erhvervet, er lufthavnsdriften på få år blevet et vigtigt forretningsområde for Vinci, og bare i perioden 2010-2016 er omsætningen i *Vinci Airports* gået fra omkring 80 mio. euro i 2010 til over 1 mia. euro i 2016, mens det årlige passagerantal i samme periode er vokset fra omkring 5 mio. passagerer til over 130 mio. passagerer. Væksten i omsætning og passagerantal kommer i høj grad fra erhvervelserne af flere lufthavne, men korrigerer man for disse, kan man se at den organiske vækst ligeledes har været meget stærk og var i 2016 på hele 14,2%. En stor del af den organiske vækst kommer fra en stigning i passagerantallet på 10%, drevet af billigere billetpriser som følger af fald i brændstofpriser og øget konkurrence mellem luftfartsselskaberne, men også interne tiltag har bidraget. Her kan nævnes, at der er kommet mere end 200 nye ruter, flere samarbejds-partnere (luftfarts- og charterselskaber) samtidig med, at der i 2016 er åbnet omkring 60 nye butikker i lufthavnsnetværket. Ledelsen forventer en forsat positiv udvikling i *Vinci Airports* i 2017.



## Er der lys forenden af tunnelen?

I de senere år har den svage del i Vincis forretning været byggeridelen, *Contracting*, hvor *Eurovia* og *Vinci Construction* har været ramt af et svært forretningsklima. Årsagen til den svage udvikling skal primært findes i den høje franske eksponering, hvor de franske myndigheder som følger af budgetnedskæringer har reduceret antallet af investeringer markant samt valgt at udskyde flere projekter på blandt andet de franske vejnetværk. Derudover har faldet i olie-, gas- og råvarepriserne reduceret antallet af investeringer i denne sektor betydeligt, hvilket har haft en negativ effekt på Vincis mine-, olie og gasaktiviteter. Ledelsen gjorde dog i forbindelse med seneste årsregnskab meget ud af at fortælle, at 2016 var et stabiliseringsår for *Contracting*. Forretningsklimaet viste sig dog stadig at være svært i 2016, men især i slutningen af året kom der god momentum i ordreindgangen – og ledelsen forventer nu en svag vækst på både top- og bundlinjen i 2017 for alle divisionerne i *Contracting*. Særligt flere større infrastrukturinvesteringer i blandt andet Frankrig vil bidrage positivt til udviklingen. Her mener ledelsen, at der vil komme en stigning i ordreindtaget primært fra transport infrastrukturinvesteringer i Paris, hvor der på sigt blandt andet skal bygges omkring 200km tunneller og 68 nye stationer til deres metronetværk, og hvor projektet forventes at accelerere forud for budgivningen for de *Olympiske Lege* i 2024. *Vinci* har allerede i et joint-venture vundet den første kontrakt på metrobyggeriet på i alt 926 mio. euro (22. februar 2017), hvor der blandt andet skal bygges en tunnel på 8km samt 5 stationer.

## Værdiansættelse

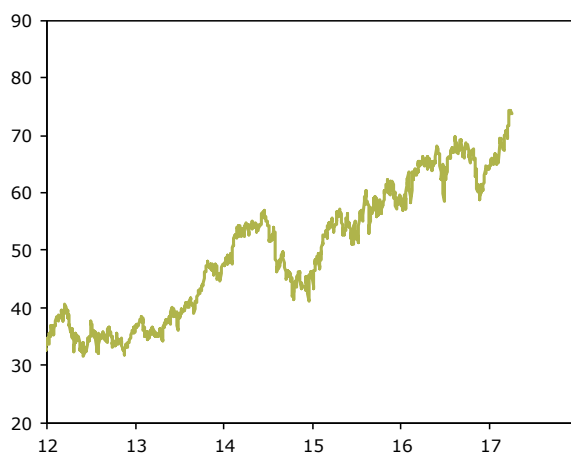
Selvom *Vinci* er placeret i en branche, som adskiller sig fra hovedparten af foreningens investeringer, har virksomheden stadig de kvaliteter vi efterspørger – herunder stabil og positiv indtjening, lav gæld i forhold til driftsindtjeningen, en dygtig ledelse, en forståelig forretning samt at selskabet er klart undervurderet i forhold til vores beregnede fair værdi. Efter vores beregninger bør én *Vinci* aktie koste 176€ pr. aktie, hvilket giver et langsigtet afkastpotentiale på mere end 100% i forhold til den nuværende aktiekurs. Vores fair værdi er et langsigtet kursmål, som kan blive forløst om 1, 2, 5 eller først om 10 år, og skal derfor ikke forveksles med bankernes 12 måneders kursmål.

På den kortere bane er der dog en række potentielle kurstriggere, som kan forløse noget af Vincis potentiale. Én af de større katalysatorer for Vincis indtjeningsvækst og dermed aktiekurs, er vendingen i *Contracting*, hvor ledelsen efter nogle svære år igen forventer vækst i 2017. I kraft af virksomhedens høje eksponering mod det franske hjemmemarked, kan et højere investeringsniveau fra den franske regering bidrage meget positivt til denne vending i *Contracting*, og der ligger inden for året større infrastrukturinvesteringer i støbeskeen – herunder infrastrukturen omkring Paris samt nye veje og motorveje i andre dele af Frankrig. Samtidig er der uden for Frankrig blandt andet Fehmern-forbindelsen, hvor byggeriet endnu ikke er påbegyndt, som kan blive meget betydelig for Vincis ordrebog her i 2017. Her forventer ledelsen, at de sidste godkendelser falder på plads, og at projektet kan påbegyndes før årets afslutning. Derudover er der bidraget fra de positive vinde rent konjunkturmæssigt, som tilsiger en øget optimisme som bør have en positiv effekt på både byggeridelen i *Contracting* samt

udmønte sig i flere køretøjer på deres veje og flere passagerer i deres lufthavne.

Truslen på kort sigt er det franske valg, hvor *Vinci* aktiekurs vil falde i tilfælde af en sejr til *Marine Le Pen*. Dette er dog ikke noget vi forventer vil ske, og i øjeblikkeligt er kandidaten *Emmanuel Macron* foran i meningsmålingerne både i første og anden valgrunde. Vi holder dog øje med de løbende informationer, og vil agere hvis meningsmålingerne begynder at vende til *Marine Le Pens* fordel. I første omgang vil det betyde, at vi vil reducere andelen af *Vinci* i foreningens porteføljer. En sejr til *Macron* vil derimod være positivt for aktiekursen, fordi det blandt andet vil fjerne noget usikkerhed omkring hele EU.

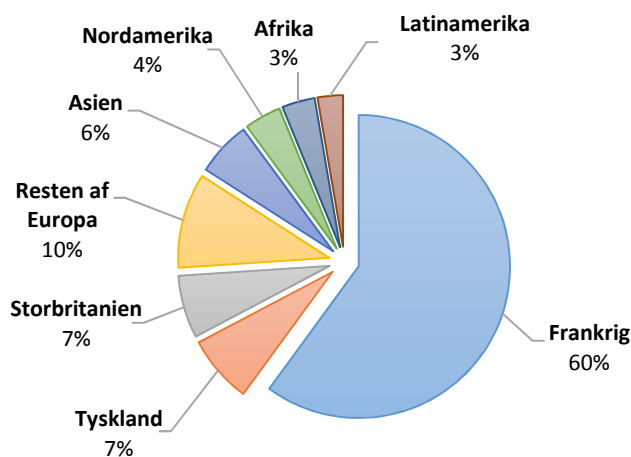
Figur 1: Kursudvikling eksklusiv udbytter



Kilde: Bloomberg

I forhold til det langsigtede potentiale bliver det vigtigt for Vincis fremtidige indtjening at forlænge eller som minimum at fastholde den resterende levetid på porteføljen under forvaltning i det vigtige forretningsområde: *Concessions*. Det har også længe været et strategisk fokusområde, og faktisk har ledelsen i de senere år succesfuldt formået at vende den negative udvikling med faldende levetid på porteføljen. Levetiden er således siden 2012 blevet forlænget med 12 år og var ultimo 2016 på 29 år. Størstedelen af den positive udvikling kommer fra erhvervelserne af flere lufthavne, men også motorvejsaftalen fra 2015 mellem *Vinci* og den franske regering har bidraget med en forlængelse af kontrakterne på de vigtige franske betalingsveje. Til gengæld for forlængelsen af kontrakterne på de franske veje har *Vinci* forpligtet sig til at investere 2 mia. euro til blandt andet udvidelsen af bestemte sektioner på deres nuværende netværk. Fremadrettet bliver det derfor vigtigt at få lavet flere lignende aftaler, hvilket også er noget ledelsen har meget fokus på. Derudover vil levetiden på porteføljen stige i takt med at flere statsejede lufthavne rundt omkring i verden bliver privatiseret, og at *Vinci* selvfølgelig vinder kontrakterne foran deres konkurrenter. I kraft af Vincis efterhånden store erfaring med at stå for driften af lufthavne og optimeringen af disse sammenholdt med Vincis ekspertise i ingeniør- og konstruktionsarbejde i *Contracting*, vil *Vinci* stå stærkt i konkurrencen. Synergierne mellem forretningsområderne har allerede været tungen på vægtskålen i forhold til at vinde kontrakten på den chilenske lufthavn *Santiago International Airport*.

**Figur 2: Geografisk omsætningsfordeling**



Kilde: Bloomberg

Selvom, at det på kort sigt kan blive en fordel for Vinci at have en stor eksponering mod det franske hjemmemarked, har ledelsen fokus på at få sat mere gang i den internationale ekspansion for at gøre den fremtidige indtjening mindre afhængig af den økonomiske aktivitet i Frankrig samt af den franske regering.

Målet er i første omgang, at den franske andel af omsætningen inden for få år er faldet ti procentpoint til omkring 50%. Udover, at en mere geografisk diversificeret forretning gør indtjeningen mere robust i tilfælde af afmatning i den økonomiske aktivitet i nogle lande eller verdensdele, kan Vinci ligeledes blive påvirket meget positivt af de højere vækstrater, som blandt andet forventes at komme i vækstmarkederne.

### ► Konklusion

Til trods for, at vi har ejet aktier i Vinci siden 2012 forbliver vi positive på investeringscasen. Der ligger på kort sigt flere potentielle kurstriggerer, som kan løfte aktiekursen endnu højere. Samtidig med dette, har ledelsen gennem deres strategiske fokusområder – herunder international ekspansion i vækstmarkeder, forlængelse af kontrakterne i *Concessions*, at blive én af de førende lufthavnsoperatører i verden, mere fokus på højmarginprojekter i *Contracting*, synergiene mellem forretningsområderne, energiomstillingen og den digitale transformation i *Vinci Energies* – et stort fokus på den langsigtede værdiskabelse i Vinci. Disse tiltag er efter vores mening vigtige i forhold til at forløse Vincis langsigtede potentiale. Vi anerkender truslen på kort sigt omkring det franske valg, og holder løbende øje med nyheder og meningsmålinger.

### Ansvarsfraskrivelse

Denne publikation er udgivet af Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S som markedsføringsmateriale og kan ikke anses som investeringsanalyse eller som en opfordring til at købe eller sælge det pågældende værdipapir. Stonehenge påtager sig ikke rådgiveransvar for dispositioner foretaget på baggrund af materialet. Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Stonehenge anser for at være pålideligt samt egne beregninger. Stonehenge tager forbehold for fejl i kilder, trykfejl og beregningsfejl. Alle vurderinger er udført på den angivne dato og kan ændres uden videre. Historiske afkast, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som garanti for fremtidigt afkast. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.