

Vinci

Neutral

Continúe por la autopista

Datos Básicos

Precio Objetivo (€): 104,6

Precio Mercado (€): 100,5

Potencial: 4,1%

Capitalización (M €): 60.796

Nº Acciones (M.): 605,2

Volumen Diario (M€): 95,8

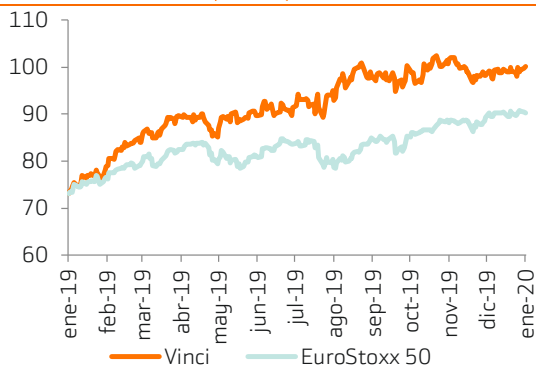
Cód. Reuters / Bloomberg: DG FP / SGEF.PA

Vinci es una de las compañías que denominamos "bond proxy", con gran visibilidad de flujos de caja, menor perfil de riesgo y cómoda situación financiera. Ofrece una rentabilidad del 6% por flujo de caja y del 3% por dividendo (*pay out* del 50%), atractiva en el entorno de tipos actual. Sin embargo, presenta un potencial de revalorización limitado (4%) y existen riesgos de reinversión en un entorno de TIRes a la baja. Recomendación Neutral y precio objetivo de 104,6€/acción.

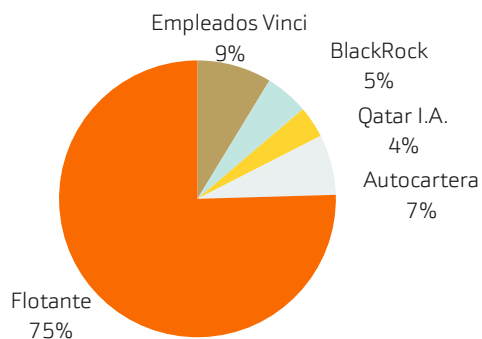
Pples datos	2018r	2019e	2020e
Bº Neto Atribuible	2.982	3.459	3.661
% inc.	8,5	16,0	5,8
EBITDA	6.898	7.880	8.249
% inc.	6,1	14,2	4,7
BPA (€)	5,0	5,7	6,0
% inc.	7,3	14,5	5,8
DPA	2,7	3,0	3,2
% inc.	9,0	13,5	5,8

Ppales ratios	2018r	2019e	2020e
PER (x)	20,1	17,6	16,6
ROE	15,5%	16,0%	15,3%
Rentab. dividendo	2,7%	3,0%	3,2%
P/V (x)	3,2	2,8	2,5

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Concesionaria francesa en proceso de diversificación.

Vinci es una compañía francesa mayoritariamente **concesionaria (70% del EBIT)**, centrada en activos de menor riesgo (conocidos como "*Brown Field*"), ya en explotación y con tráficos testados y estabilizados. La división de contratatas (construcción, energía y mantenimiento de autopistas), permite la integración vertical. Ha llevado a cabo un **fuerte proceso inversor desde 2015 (10.000M€)**, que le ha permitido diversificarse: (i) Desde un punto de vista geográfico, la exposición a Francia se ha reducido hasta el 65% del EBIT en 2019 (desde 90% en 2015); (ii) Por tipología de activos, un 49% del EBIT corresponde a autopistas, 19% aeropuertos, 29% contratatas, y 3% inmobiliario y otras concesiones.

Flujo de caja atractivo y creciente.

La compañía genera **más de 3.700M€ de caja libre al año**, que implica una **rentabilidad del 6% anual**. Esperamos que continúe incrementándose en los próximos años (+5% TAMI 2019-2024), teniendo en cuenta: (i) Estimamos tráficos de autopistas creciendo por encima del 1% anual y tarifas en línea con la inflación (+1,5% anual); (ii) Crecimiento de dígito medio simple en contratatas; (iii) Ligera mejora de márgenes; y (iv) Bajos costes de financiación (2%), fruto de su cómoda situación financiera (<2,5x DFN/EBITDA), que avala un rating A- por S&P y A3 por Moody's.

El principal riesgo está en la reinversión.

Las principales concesiones de Vinci vencen entre 2032 y 2036. En caso de revertir al Estado, Vinci tendría que reinvertir en nuevos activos concesionales. Este es el principal riesgo que afronta Vinci en el medio plazo, en un **entorno de TIRes a la baja** por: (i) escasez de oferta de activos "*Brown Field*" en países con riesgo regulatorio medio-bajo; (ii) exceso de demanda en un entorno de gran liquidez y costes bajos de financiación. La extensión de concesiones a cambio del comprometer nuevas inversiones es el mejor escenario para Vinci.

Nuestra recomendación es Neutral.

Valoramos Vinci por suma de partes en **104,6€/acción** a diciembre de 2020e, que implica un potencial de revalorización del 4,1%. Debería continuar soportada por el entorno de tipos actual, aunque el proceso de inversiones supone una fuente de incertidumbre. Nuestra recomendación es **Neutral**.

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '19-'24
Ingresos netos	43.517	48.481	49.628	50.699	51.767	52.695	53.657	2,0%
EBITDA	6.898	7.880	8.249	8.508	8.756	9.006	9.251	3,3%
EBIT	4.996	5.616	5.935	6.137	6.331	6.526	6.719	3,7%
BNA	2.982	3.459	3.661	3.828	3.988	4.151	4.313	4,5%

Balance de Situación	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '19-'24
Activo Fijo neto	33.109	41.420	41.208	40.962	40.687	40.378	40.039	-0,7%
Inmovilizado financiero	3.493	3.493	3.493	3.493	3.493	3.493	3.493	0,0%
Fondo de comercio	9.792	9.792	9.792	9.792	9.792	9.792	9.792	0,0%
Necesidades operativas de fondos	-1.725	-1.686	-1.653	-1.613	-1.571	-1.538	-1.502	-2,3%
Otros Activos/(pasivos) neto	-8.810	-8.514	-8.218	-7.922	-7.626	-7.330	-7.034	-3,7%
Capital Empleado	35.859	44.505	44.622	44.713	44.774	44.795	44.788	0,1%
Recursos propios	19.185	21.604	23.910	25.798	27.757	29.794	31.907	8,1%
Minoritarios	633	718	808	901	997	1.096	1.198	10,8%
Deuda financiera neta	16.041	22.183	19.904	18.014	16.021	13.905	11.683	-12,0%

Flujo de caja	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '19-'24
Flujo de caja operativo	5.046	5.808	6.065	6.293	6.509	6.729	6.947	3,6%
Var. Necesidades operativas de fondos	-266	-39	-33	-40	-41	-33	-36	-1,7%
Capex	-1.963	-2.075	-2.101	-2.126	-2.150	-2.171	-2.193	1,1%
Flujo de caja libre recurrente	2.817	3.694	3.930	4.127	4.318	4.525	4.718	5,0%

Valoración (SOTP)	M€	% peso	EV/EBITDA 20e	Metodología
Autopistas	43.128	53,6%	10,4	DCF
Aeropuertos	18.983	23,6%	11,8	DCF
Otras concesiones	2.037	2,5%	12,7	DCF
Contratas	13.323	16,6%	6,0	DCF
Inmobiliario	712	0,9%	8,5	DCF
Puesta en Equivalencia	2.220	2,8%		1,5x VC 2020e
Valor Empresa	80.403			
DFN 2020e	-19.904			
Minoritarios	-1.616			
Autocartera (7%)	4.432			
Equity	63.315			
Nº de Acciones	605			
P.Objetivo (€/acción)	104,6			

Método de valoración:

Valoramos Vinci por suma de partes. Los distintos activos se valoran de forma individual por DCF, cuyas asunciones varían en función de su localización geográfica, perfil de riesgo y grado de apalancamiento financiero. Nuestro precio objetivo es para Diciembre de 2020.

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Seguros
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable