

# IMTECH

# BOKSEN VIA DE KOERSBORDEN

Lange tijd was het aandeel Imtech een van de meest geliefde aandelen van de Amsterdamse beurs, maar de laatste maanden ligt het beursfonds van verschillende kanten onder vuur. Is dat terecht?

Een repeterende dosis slecht nieuws stuurt het aandeel Imtech de laatste maanden regelmatig naar beneden. De grootste daling was halverwege november. Het aandeel daalde toen meer dan 10 procent in één dag.

Die koersval viel samen met een rapport van analist Teun Teeuwisse van ABN Amro waarin hij zijn advies voor de onderneming radicaal wijzigde. Zijn oorspronkelijke aanbeveling 'kopen' werd in één keer verlaagd naar 'verkopen', een zeer ongebruikelijke stap. De analyse van Teeuwisse: Imtech houdt te weinig cash binnen en de eerder geformuleerde langetermijndoelstellingen zijn in gevaar.

Voor enkele hedgefondsen moet het rapport van ABN Amro

als een vroeg sinterklaascadeau zijn verwelkomd. Vooral degenen die via shortposities speculeerden op een koersdaling van Imtech. Onder die 'shorters' bevond zich ironisch genoeg het Britse TCI, het hedgefund dat ruim vijf jaar geleden de opsplitsing van ABN Amro forceerde.

En veel had deze groep speculanten toch al niet te klagen. In anderhalve maand was de koers van Imtech gedaald van boven de 21,50 euro naar een dieptepunt van 15,02 euro, een koersdaling van meer dan 30 procent.

In de tweede helft van november krabbelde het aandeel Imtech weer wat overeind na geruststellende woorden van de ondernemingsleiding en commentaren van andere analisten en grote beleggers die het wel zagen zitten met het aandeel Imtech, zeker nu de koers zoveel gedaald was.

Is daarmee het boek geslo-

ten? Nee, dat niet, want wat heeft de analist van ABN Amro gezien bij Imtech en waarom heeft een aantal buitenlandse hedgefondsen zich zo vastgebeten in het middelgrote beursfonds?

## DUITS GROEIWONDER

Een mogelijke verklaring voor de aantrekkingskracht op tegendraadse hedgefondsen is de aanstaande bestuurswissel bij Imtech, waar topman René van der Bruggen met pensioen gaat. Bij bestuurswisselingen komen geregeld lijken uit de kast. Hoewel er geen aanwijzingen zijn dat dit ook hier het geval is, speelt een dergelijk scenario mee bij beleggers.

Maar een belangrijkere reden voor lagere koersen zou kunnen zijn dat beleggers scheurtjes beginnen te zien in de door veel analisten als succesvol omschreven groeistrategie. In 2000 bedroeg de omzet van de dienst-

verlener uit Gouda iets meer dan 1,3 miljard euro, vorig jaar was dit al meer dan 5 miljard euro en in 2015 moet Imtech volgens haar groeiplannen 8 miljard euro aan verkopen realiseren.

Een groot deel van de omzet-groei komt uit Duitsland, dat door overnames zelfs de tweede thuismarkt van Imtech is geworden.

Juist bij die activiteiten heeft ABN Amro-analist Teeuwisse grote risico's geconstateerd. Het draait om de toegenomen hoeveelheid aan schulden die afnemers bij Imtech uit hebben staan, rekeningen die Imtech al heeft verstuurd maar nog niet betaald gekregen. Uit de analisten-lezing blijkt dat Imtech gunstige betalingsvoorwaarden afspreekt met grote partijen in de hoop zo opdrachten binnen te hengelen. Grote klanten als Audi, Siemens en de luchthaven van Berlijn betalen daardoor steeds later hun rekeningen.