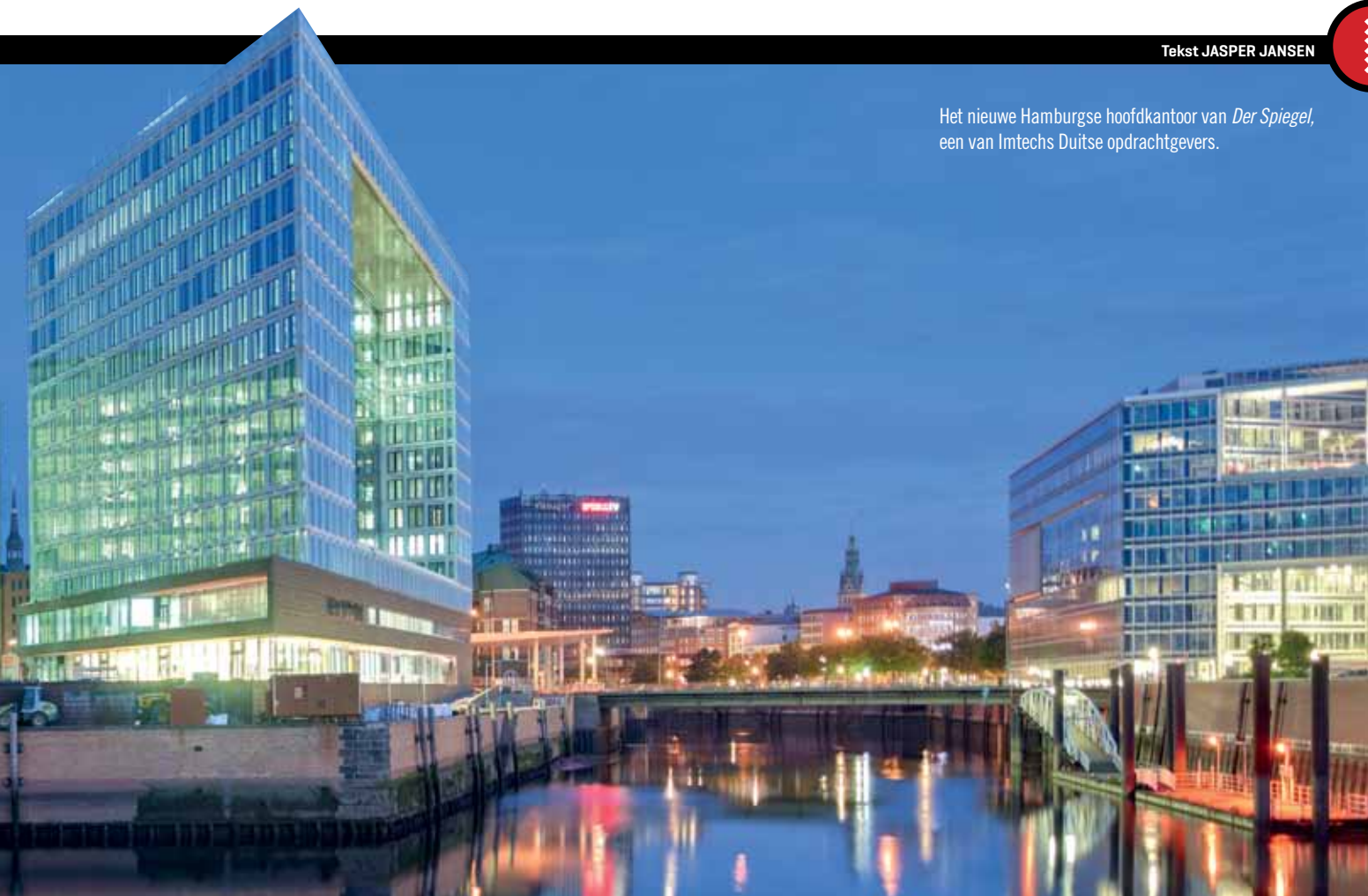


Het nieuwe Hamburgse hoofdkantoor van *Der Spiegel*, een van Imtechs Duitse opdrachtgevers.



### OMZET IS GEEN CASH

Deze uitruil tussen winst en betalingstermijnen is niet gratis. De Duitse omzet kan meteen de boeken in, terwijl de cashbetalingen veel later binnenkomen. ABN Amro beschrijft dat op elke euro omzet uit 2011 tot nu slechts 82 eurocent cash is binnengekomen.

De vraag is of Imtech de rest van het geld nog tegemoet mag zien. Een groot deel van de debiteurenpost bestaat uit rekeningen die al minstens een jaar uitstaan, zo blijkt uit het jaarverslag over 2011.

Toch heeft Imtech momenteel slechts 1,8 procent afgeboekt op haar debiteuren. Dit is volgens ABN Amro het laagste percentage in de recente geschiedenis van de onderneming.

En dat terwijl er disputen zijn met een aantal Duitse klanten over het uitgevoerde werk en de hoogte van de rekening. Enkele worden

zelfs in de rechtszaal uitgevochten. Imtech pareert de later betalende klanten door ook zelf de rekeningen wat langer te laten liggen. Leveranciers van Imtech betalen dan de prijs voor de coulante betalingsvoorwaarden aan Duitse ondernemingen. Naar schatting moeten zij soms meer dan een jaar op hun geld wachten.

Die tactiek helpt Imtech een beetje, maar levert te weinig op om het verlies van cash op de omzet te neutraliseren. Het slaat een wig

**BELEGGERS  
BEGINNEN  
SCHEURTJES TE  
ZIEN IN DE ALS  
SUCCESVOL  
OMGESCHREVEN  
GROEI STRATEGIE**

tussen de gerapporteerde winstmarge (8,3 procent) en de veel lagere cashwinstmarge (3 procent). Als Imtech alle kosten in een keer cash zou moeten betalen, zou de marge in Duitsland volgens ABN Amro zelfs negatief worden.

### MOEILJK HAALBAAR

Daarmee is volgens sommigen de achilleshiel van Imtech blootgelegd. De oplopende tijdspanne tussen het uitsturen van rekeningen en het daadwerkelijk innen van cash betekent extra schulden maken voor Imtech.

Zo blijft er minder geld over voor overnames, terwijl andere spelers opkopen noodzakelijk is om de beoogde omzet van 8 miljard euro in 2015 te halen.

Tot zover de analyse van ABN Amro. De onderneming zelf ziet weinig problemen getuige recente persberichten en gesprekken met marktpartijen. De betalings-

termijnen in Duitsland zijn lang niet zo ruim als door de analist in kwestie gesteld. Ook zijn er genoeg financiële middelen en blijven doelstellingen overeind. Echte opheldering over de situatie in Duitsland blijft echter uit.

Er is ook een groep beleggers en analisten die hun steun uitspreekt voor Imtech. Het bedrijf heeft al vaker problemen gehad met een te hoog werkkapitaal, zoals in 2010. Een jaar later was die kwestie (deels) opgelost.

Partij kiezen is lastig. De analyse van ABN Amro oogt doorwrocht. En ook hedgefondsen gaan doorgaans goed gedocumenteerd op pad. Zij zullen hun redenen hebben om te blijven speculeren op koersdalingen. Het aantal shortposities was begin december opgelopen tot 5 procent van het totale aandelenkapitaal. Het gevecht tussen de longs en de shorts lijkt nog niet voorbij.