

MAANDBERICHT OVER JUNI 2013

Inleiding

De dreigende stopzetting van monetaire stimulering door de FED zorgde in juni voor een wereldwijde correctie op zowel aandelen-, obligatie- als grondstoffenmarkten. De AEX-index verloor 5,2% op 344,59, de Amsterdam Midkap-index daalde 2,6% naar 525,35, terwijl de Amsterdam SmallCap Index het verlies beperkte tot 1,3% op 439,59.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde 6,7% van € 29,69 naar € 27,70. Over het eerste halfjaar van 2013 bedraagt het totale beleggingsresultaat -8,5%.

Per 1 juli 2013 is voor een bedrag van € 37,8 miljoen belegd in 12 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 39,2 miljoen, zodat er een liquide positie en overige bestaat van 3,7% van de portefeuillewaarde.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 juli 2013 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 27,56
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 27,70
Fondsvermogen	€ 39.215.043
Aantal uitstaande aandelen	1.415.633

De rendementsvergelijking (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van netto dividenden (vanaf 1 februari 2007):

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	Cumulatief.
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	-20,34	+27,80	-8,51	+20,40
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+2,73	-12,89
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+1,28	-7,35
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+9,99	-20,59

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 30/06/2013

Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse marktindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/06/2013)

Peildatum: 30/06/2013

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	Aalberts Industries	+40,3	+9,4	-1,6	-2,1
2.	Nedap	+32,2	+3,6	-5,2	-3,3
3.	UNIT4	+23,9	+9,7	-1,9	-8,5
4.	Acomo	+20,0	+3,9	-8,6	-5,3
5.	Kendrion	+19,1	+25,0	+5,3	-2,5
6.	TKH Group	+16,7	+1,3	-2,2	-0,2
7.	Brunel International	+3,6	-11,7	-1,8	-4,7
8.	Hunter Douglas	+0,4	+4,6	-0,6	-1,7
9.	ASM International	-13,3	-4,5	+0,1	-6,0
10.	Koninklijke TenCate	-14,2	-9,3	-1,6	-4,9
11.	Neways Electronics Int.	-28,5	-22,8	-13,8	-3,0
12.	Royal Imtech	-69,9	-67,5	-36,1	-39,2

- In juni realiseerden alle deelnemingen een negatieve koersperformance. Dit beeld werd enigszins gedeflatteerd door ex-dividend noteringen van **Brunel International** en **Hunter Douglas**. Op een 12-maands basis noteren 8 van de 12 ondernemingen (= 67%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand geraakte de beurskoers van **Royal Imtech** in een vrije val na publicatie van het onderzoeksrapport naar aanleiding van de begin dit jaar geconstateerde bedrijfsfraude;
- Twee ondernemingen noteren op jaarbasis een aanzienlijke negatieve koersperformance. Onze qua omvang kleinste positie **Neways Electronics International** beschouwen wij als een *non-core* holding. Voor Royal Imtech zien wij na afronding van de komende claimemissie op termijn een behoorlijk herstelpotentieel.

Mutaties in de portefeuille

In juni hebben wij de posities in **ASM International** en **Kendrion** licht uitgebreid in vervolg op de aankoopprogramma's van de maand mei.

Bedrijfsnieuws

Wij analyseerden het jaarverslag 2012 van **Hunter Douglas** (raambekleding en bouwproducten). Sinds jaar en dag is het verdienmodel van HD op vier pijlers gebouwd. De combinatie van (1) Research & Development (2) Productie (3) Wereldwijde distributie en (4) Marketing staat aan de basis van de strategische doelstelling: het bewerkstelligen van autonome groei in de markt en vergroting van het marktaandeel door voortdurend innovatieve en toonaangevende producten te ontwikkelen en te vermarkten. Zo besteedt HD jaarlijks ruim US\$ 30 miljoen aan R&D-uitgaven. Sinds 2008 wordt de productiecapaciteit geregeld aangepast aan de lagere marktvaart in de volwassen markten Noord-Amerika en Europa, alwaar HD circa 80% van de omzet genereert. In 2012 werd hiertoe voor een bedrag van US\$ 44,4 miljoen aan herstructureringskosten genomen (2011: US\$ 31,4 miljoen). Voor het lopende jaar voorziet het management vooralsnog geen nieuwe saneringen, ondanks de matige economische ontwikkeling in met name Europa. In 2012 werd in Europa in lokale valuta een gelijke omzet van € 755 miljoen geboekt, maar moest met een lager resultaat genoeg worden genomen. Hogere resultaten in het Verenigd Koninkrijk, Scandinavië en Portugal waren onvoldoende om lagere resultaten in andere regio's te compenseren. Door een 9% reductie in het aantal medewerkers moet er dit jaar een verbetering in het vat zitten. Deze zal worden gesteund door een versterkte marketinginspanning, waarbij het aantal dealers met 120 toenam tot 1.175 (+11%). In de Verenigde Staten werd een omzetgroei van ruim 6% gerealiseerd van \$ 975 miljoen naar \$ 1.036 miljoen met een beduidend beter resultaat. Na jaren van daling zette de Amerikaanse huizenmarkt vorig jaar eindelijk een herstel in, dat tegen het einde van het jaar aan kracht won. Marvin B.

Hopkins, President & CEO van de Noord-Amerikaanse activiteiten, verwacht een verdere verbetering in het lopende jaar. In Latijns-Amerika en Azië, waar gezamenlijk een kleine 20% van de groepsomzet wordt gerealiseerd, stagneerden omzet en winst in 2012. Echter, in deze regio's ligt het accent nadrukkelijk op capaciteitsuitbreiding, zodat de kost hier voor de baat uitgaat. De komende jaren wordt in Latijns-Amerika en Azië een geleidelijke omzet- en winstgroei voorzien, als de nu op stoom komende investeringen gaan renderen. Nadelige valuta-ontwikkelingen kunnen in deze markten echter van tijd tot tijd roet in het eten gooien. Vorige maand rapporteerde HD de cijfers over het eerste kwartaal 2013. De omzet daalde met 2,2% van US\$ 594,1 miljoen naar US\$ 580,9 miljoen. De economische recessie in Europa deed zich gevoelen met volumedalingen van circa 15% in de Benelux, Frankrijk en de Zuid-Europese markten. Daarentegen waren er hogere verkopen in Noord-Amerika (+3%) en Azië (+8%). De EBITDA daalde fractioneel van US\$ 35,2 miljoen naar US\$ 34,5 miljoen (-2%). Het gerapporteerde nettoresultaat kwam uit op US\$ 10,4 miljoen (Q1 2012: US\$ 21,5 miljoen), hetgeen te verklaren is uit de nagenoeg afgebouwde Investment Portfolio die in het afgelopen kwartaal een opbrengst van US\$ 1,1 miljoen kende tegen US\$ 12,1 miljoen in Q1 2012. De balansverhoudingen ondergingen als gevolg van de afbouw van de Investment Portfolio een verdere versterking. De bankschuld daalde met 22% van US\$ 720,1 miljoen naar US\$ 563,4 miljoen. Omdat de investeringen dit jaar ruim binnen de cashflow zullen blijven is een voortgaande versterking van de balans in de loop van dit jaar alleszins aannemelijk. Er werden geen aanvullende reorganisatievoorzieningen getroffen. Dit is evenmin voorzien voor het tweede kwartaal van dit jaar, omdat de ontwikkeling van de omzetten tot nu toe conform de verwachtingen van het management verloopt. In Q2 2012 werd nog een voorziening van US\$ 3,2 miljoen getroffen. Wij zien vooralsnog geen aanleiding om onze prognose van een winst per aandeel 2013 van tenminste € 3,00 (2012: € 2,24) te wijzigen. Daarbij dient te worden bedacht dat het eerste kwartaal traditioneel het minst belangrijke is in de resultatenopbouw. Met name het laatste kwartaal weegt traditioneel zwaar, waarbij de aantrekkende economie in Noord-Amerika een positieve factor is, zeker gezien het feit dat in deze regio de hoogste winstmarges worden gerealiseerd. Tegen de huidige beurskoers van € 31,- wordt thans ruim 10 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Bij een veronderstelde pay out van 43% komt het dividendrendement op 4,2%.

Wij waren aanwezig op de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van detacheerder **Brunel International**. CEO Jan-Arie van Barneveld bevestigde de lange termijn strategie van Brunel, waarbij de komende jaren vooral van de Duitse markt en de wereldwijde detacheringmarkt voor Energy-gerelateerde diensten veel wordt verwacht. Vanzelfsprekend werd ter vergadering stilgestaan bij de fraudezaak in Houston, die begin maart de beurskoers tijdelijk tot 25% deed corrigeren. Van Barneveld benadrukte nog eens dat deze zaak een geïsoleerde aangelegenheid was en dat, in samenspraak met accountant Deloitte, inmiddels passende maatregelen zijn genomen ter versterking van de verschillende controlefuncties. Eerder werd bekend dat de uit de fraude voortkomende overstatements betrekking hadden op gerapporteerde omzet en EBIT in zowel 2011 als 2012 voor € 7,5 miljoen en € 18,9 miljoen, respectievelijk € 4,1 miljoen en € 6,7 miljoen. Overigens schetste Van Barneveld een optimistisch beeld van de middellange termijnperspectieven van Brunel. Daarbij is van Nederland een aanhoudend stabiele winstbijdrage te verwachten. Ondanks de zwakke conjunctuur slaagt Brunel Nederland er ieder jaar weer in marktaandeel te winnen van de concurrentie. Met een EBIT-marge van 12% is sprake van een hoog rendement in een overigens verzadigde markt. De perspectieven voor de Duitse markt zijn daarentegen veelbelovend. Van Barneveld verwacht de komende jaren het aantal vestigingen uit te breiden naar 50 (eind 2012: 38). Ook de verhouding Directe versus Indirecte medewerkers biedt nog volop ruimte om te groeien. Momenteel bedraagt deze 5,3, wat Van Barneveld als 'erg laag' omschreef. Wanneer wordt uitgegaan van een *leverage* naar 7,5 à 8,0 kan de conclusie worden getrokken dat de omzet en winst de komende vier à vijf jaar moet kunnen verdubbelen. Deze sprong voorwaarts zal de komende periode overigens gaan plaatsvinden onder nieuw management. De Duitse General Manager werd namelijk in de loop van 2012 vervangen door een team van vier leidinggevendenden, te weten een lijnmanager, een HR-manager, een marketing manager en een financiële specialist. Brunel verantwoordde in 2012 een buitengewone last van € 0,8 miljoen onder ontslagvergoedingen, als compensatie voor de vertrekkende General Manager. Buiten Duitsland zijn er enkele aanpalende markten waar Brunel doende is vestigingen te openen, onder meer in België, Zwitserland en Oostenrijk. Deze 'nieuwe' gebieden zullen naar verwachting dit jaar licht bijdragen aan de nettowinst. Ten aanzien van de grootste divisie, Brunel Energy, meldde Van Barneveld dat de omzet uit de projectenbusiness dit jaar naar verwachting zal

halveren vanaf het absolute recordniveau van € 269 miljoen naar circa € 130 miljoen. Daarentegen lijkt het aannemelijk dat deze gemiste omzet ruimschoots zal worden gecompenseerd uit de traditionele Energy-activiteiten die dus wereldwijd zeer sterk blijven groeien. Op termijn rekent Van Barneveld op een operationele marge van 5 – 6% voor de gehele divisie. Deze marge ligt thans nog onder dit niveau vanwege hoge IT-investeringen, het openen van nieuwe kantoren, alsmede enkele eenmalige posten. Met een omzet van € 859 miljoen in 2012 is Brunel Energy onbetwist wereldmarktleider op het gebied van het leveren van detacheringdiensten aan de olie- en gasector. Van Barneveld meldde dat Brunel overweegt de komende periode haar activiteiten uit te breiden naar de Mining-sector, daarbij gebruik makend van de bestaande infrastructuur van de Oil & Gasdivisie. Met een kaspositie van een kleine € 100 miljoen en een solvabiliteit van 63% handhaaft Brunel onverkort ijzersterke balansverhoudingen. Van Barneveld kwalificeerde deze sterke positie als onderscheidend in de Energy-sector in vergelijking met de veelal Engelse concurrentie die wordt gefinancierd door private equity en hoofdzakelijk op prijs concurreert. Brunel Energy is onderscheidend in financiële kracht en op het gebied van een sterke compliance. Het management onthoudt zich van een prognose voor geheel 2013. Wij beschouwen het lopende jaar als een jaar van transitie, waarbij tijdelijk geen (winstgroei)ondersteuning vanuit Offshore Construction Projects zal plaatsvinden. Vanaf 2014 zal de winst naar verwachting weer met procentueel dubbele cijfers kunnen groeien. Uitgaande van een winst per aandeel van circa € 1,80 (2012: € 1,69) voor het lopende jaar en van € 2,20 voor 2014 achten wij de aandelen Brunel International tegen de huidige beurskoers van € 32,60 aantrekkelijk gewaardeerd. Inmiddels noteren de aandelen € 1,- ex-dividend, zodat het dividendrendement bij de huidige beurswaardering 3% bedraagt.

Zojuist maakte **Royal Imtech** de voorwaarden en details bekend van de volledig gegarandeerde 4 op 1 claimemissie van circa € 500 miljoen. Na het uitvoerig bestuderen van het Prospectus zullen wij u uitgebreid verslag doen in het eerstvolgende maandbericht. Onderstaand kunt u ons standpunt en conclusie lezen naar aanleiding van het forensisch onderzoeksrapport en de bezochte jaarvergadering van 28 juni jl.

Na bekendmaking van de definitieve jaarcijfers 2012 en de publicatie van het onderzoeksrapport inzake de fraude in Duitsland en Polen op 18 juni jl. is het aandeel Royal Imtech (technische dienstverlening in en buiten Europa) de volgende drie handelsdagen met 30% in waarde gedaald van € 8,27 naar € 5,80. Daarmee bedraagt de beurswaarde thans circa € 545 miljoen tegen eerder nog € 780 miljoen. De verklaring voor deze substantiële waardedaling is een combinatie van de volgende factoren:

- De omvang en aard van de aangetoonde fraude in met name Duitsland heeft het vertrouwen in een snel herstel van deze voor Imtech belangrijkste regio ernstig ondermijnd. Niettemin heeft het nieuwe management er vertrouwen in dat in de tweede helft van 2014 weer een EBITDA-marge aan de onderkant van de geïndiceerde target range van 4 – 6% kan worden gerealiseerd. Deze verwachting steekt echter schril af bij de recordmarges van 8 – 9% die het oude management rapporteerde en die, naar nu is gebleken, waren gebaseerd op het door de inmiddels ontslagen Duitse directie gemanipuleerde en ten onrechte 'overstated' aangeleverde cijfermateriaal;
- De noodzaak voor balansherstel welke slechts door een claimemissie van € 500 miljoen kan worden verwezenlijkt en welke zorgdraagt voor een forse verwatering van de winst per aandeel na deze emissie;
- De hiermee gepaard gaande kosten van circa € 110 miljoen, die grotendeels ten laste zullen komen van de resultaten in H2 2013;
- Het gegeven dat het aandeel Royal Imtech al sinds medio 2011 doelwit is van hedgefonds die speculeren op een sterke koersdaling. De publicatie van het onderzoeksrapport bevatte voldoende munitie om een nieuwe golf van shortverkopen te ontlokken. Daarbij vormt de eis van het bankenconsortium om een claimemissie van € 500 miljoen te doen teneinde de aangetaste balansverhoudingen te herstellen, een dankbare kapstok. Immers, hoe lager de beurskoers vóór de plaatsing van de nieuwe aandelen, des te groter de potentiële verwatering voor zittende aandeelhouders. RABO, ING en Commerzbank garanderen weliswaar de kapitaalsinjectie, maar wentelen het koersrisico feitelijk af op zittende aandeelhouders. Momenteel bedraagt de gezamenlijke shortpositie in aandelen Royal Imtech naar schatting circa 10 – 11% van de uitstaande aandelen;

- Tenslotte is het aannemelijk dat met name buitenlandse institutionele beleggers de achterliggende periode hun aandelenposities hebben verkocht. Het aandeel Royal Imtech is met een beurswaarde < € 1 miljard feitelijk gedegradeerd tot de smallcap-status, is niet langer opgenomen in een toonaangevende Europese index en weerspiegelt daarmee een specifiek beleggingsrisico dat door veel beleggers niet langer als voldoende aantrekkelijk wordt beschouwd.

Investment Case

Tijdens een presentatie voor beleggers benadrukte het management (CEO Gerard van de Aast, CFO Hans Turkesteen) dat onder de bestaande verhoudingen de aanstaande claimemissie van € 500 miljoen voldoende moet zijn om Royal Imtech door de huidige crisis te loodsen, teneinde vanaf medio 2014 weer terug te keren naar bedrijfsmatig vertrouwde ratio's, zijnde een EBITDA-ratio van 4 – 6%, in eerste instantie aan de onderkant van deze bandbreedte. Harde garanties hieromtrent kon/wilde men evenwel niet geven, hetgeen gezien de vele onzekerheden begrijpelijk is.

Als onderbouwing van deze verwachting werden de volgende elementen genoemd:

1. Over de helft van de Imtech-portfolio maakt men zich geen zorgen. Dit betreft:
 - a) Verenigd Koninkrijk. Omzet € 700 miljoen. Goede winstgevendheid, goede conversie, sterk bedrijf, goed track record;
 - b) Nordics. Omzet € 1.000 miljoen. Substantieel opwaarts potentieel na integratie van de recent verworven bedrijven. Efficiënte back office, grote leverage, stabiele eindmarkten;
 - c) ICT. Omzet € 700 miljoen. Deze divisie wordt uitstekend aangestuurd door management dat is 'meegekomen' met de acquisities uit het verleden. Er wordt wel rekening gehouden met enige reputatie-impact uit hoofde van het huidige rumoer rond het aandeel, maar men is ervan overtuigd dat ICT zich 'makkelijk binnen de gewenste bandbreedte' zal weten te handhaven.
2. Ten aanzien van de activiteiten in Spanje (omzet € 200 miljoen) en Turkije (omzet € 100 miljoen) werd gemeld dat deze 'het verschil niet zullen gaan maken'. De capaciteit in Spanje is aangepast aan de (veel) lagere marktvaart en draait op dit moment *break even*. De Turkse onderneming is eveneens onder controle en wordt als 'interessant' bestempeld voor de toekomst, mede gezien de functie van 'Poort naar het Midden Oosten en Azië'.
3. Er zijn twee probleemsectoren, te weten Nederland en Duitsland.
 - a) Nederland. Omzet € 800 miljoen. Al jaren onderpresterend binnen Imtech. Reden waarom er recent nieuw management is aangesteld in de persoon van Roger Knubben, voorheen directievoorzitter Wolter & Dros (onderdeel TBI Holdings). Knubben heeft een ruime ervaring in de markt van technische dienstverlening en een sterk track record in het herstructureren en positioneren van bedrijven. Hij zal worden geassisteerd door een binnenkort te benoemen commercieel directeur. De problematiek in de Benelux beperkt zich feitelijk tot het segment van de gebouwenmarkt, waar sprake is van 'een zeer moeilijke' markt. Vandaar de aangekondigde reductie van 550 fte, als onderdeel van de aangekondigde reorganisatie waarvoor € 80 miljoen is uitgetrokken. De onderdelen Industrial Services en Contracting draaien bevredigend. Ten aanzien van Industrial Services werd recent de verlenging van het meerjaren onderhoudscontract met Shell Pernis ter waarde van € 150 miljoen gemeld. Het onderdeel Contracting richt zich op internationale klanten in met name de offshore (o.a. BP), waar sprake is van een mooie orderpijplijn. Het is nu zaak dat Imtech hier een 'fair share' van de markt naar zich toetrekt. Al met al is het aannemelijk dat het resultatenherstel in de Benelux (80% Nederland) zich reeds in Q3 2013 gaat manifesteren. De laatste fase van de hiervoor genoemde herstructurering wordt namelijk nu uitgevoerd.
 - b) Met ruim € 1.000 miljoen omzet is Duitsland vanouds de belangrijkste en, qua potentie, meest winstgevendende markt van Imtech. De uitdaging om zo spoedig mogelijk de beoogde winstmarge van 4 – 6% op EBITDA-niveau te brengen is hier het grootst. Desondanks is CEO Van de Aast hierover zeker niet pessimistisch: 'ik heb voor hetere vuren gestaan'. Ook hier worden 550 fte's de wacht aangezegd, welk proces vermoedelijk wat meer tijd vergt dan in Nederland. De fraudezaak betreft

namelijk in het bijzonder de topstructuur van het management, te weten tien entiteiten, waaronder zes regiokantoren verdeeld over geheel Duitsland, alsmede stafafdelingen en een competence center. In totaal $10 * 3 = 30$ fte, die niet in totaal kunnen worden vervangen in verband met de noodzakelijke continuïteit. Van de managers die aantoonbaar schuldig zijn bevonden in de fraudezaak, is inmiddels afscheid genomen. Zij die 'hebben meegelopen' komen in aanmerking voor een herkansing, krijgen een verplichte integriteitstraining en worden overgeplaatst naar een ander regiokantoor. Het voornaamste probleem in Duitsland is het te hoge kostenniveau. Behalve via voornoemde herstructurering zal dit binnen drie jaar met € 40 miljoen worden teruggebracht, met name door het stopzetten/annuleren van sponsorcontracten en dergelijke. CEO Van de Aast heeft recent de Top-200 managers op de Führungskonferenz in Duitsland toegesproken en de "Nieuwe Realiteit" klip en klaar toegelicht. Inmiddels is de heer Felix Colmsman benoemd als lid van de Raad van Bestuur met als speciale verantwoordelijkheid Duitsland en Oost-Europa. De heer Colmsman, in het bezit van de Duitse nationaliteit, was voorheen General Manager Service and Technology Europe van Johnson Control's Building Efficiency divisie. Onder diens leiding is het Imtech-management ervan overtuigd om met Duitsland/Oost-Europa in H2 2014 weer aan de onderkant van de genoemde EBITDA-marge te presteren.

4. Er werd onderkend dat de sector Marine (omzet € 500 miljoen) niet 'het meest logische onderdeel' binnen het Imtech-verdienmodel is. Voorsnog is het echter niet bespreekbaar dat op korte termijn gedeeltelijke of gehele verkoop aan de orde is. Dit mede gezien het feit dat een vermoedelijke opbrengst onder de huidige omstandigheden (verkoop onder druk, resultaten Marine onvoldoende sterk) onaantrekkelijk zou zijn. Slechts wanneer het hiervoor geschetste herstelproces niet tot de gewenste resultaten leidt, komen desinvesteringen in beeld. Behalve Marine lijkt Imtech UK, gezien de sterke en winstgevende positie, alsdan in beeld te zijn als verkoopkandidaat.
5. Tot eind 2013 beschikt Imtech over een 'convenanten-holiday'. Daarna geldt een aflopend schema, waarbij Net Debt/EBITDA van 6x per eind maart 2014 daalt tot 2,5x per oktober 2015. Er wordt wel een pittige prijs voor de totale financiering van € 700 miljoen syndicated bank loans, € 326 miljoen senior notes, € 229 miljoen committed bilateral faciliteit, alsmede voldoende ruimte onder bestaande garantiefaciliteiten betaald: gemiddeld rentepercentage is 7,6%.
6. Op korte termijn geniet het herverkrijgen van controle over het werkkapitaal prioriteit. Per ultimo 2013 moet deze positie op hoofdlijnen weer zijn bereikt. Vanaf Q3 2013 zal er sprake zijn van een beduidende en groeiende kasinstroom, waar dat in H1 2013 nog niet van toepassing was, omdat toen de ongewenste situatie van te laat betaalde crediteuren werd teruggedraaid en omdat het normale cyclische NWC-patroon dit verhinderde. Eveneens per ultimo 2013 is het de bedoeling dat de leeftijdsopbouw van de debiteurenpositie structureel is verbeterd. Deze positie, per eind 2012 van een omvang van € 1.130 miljoen, zal worden teruggebracht door stringenter incassering van vorderingen < 180 dagen (YE 2012: € 996 miljoen) en door versnelde incassering/relevante impairment van oudere vorderingen (YE 2012: € 135 miljoen). CFO Hans Turkesteen is positief gestemd ten aanzien van de snelheid waarmee Imtech de komende maanden het werkkapitaal onder controle kan brengen. 'Het vorige management werkte actief naar een zo laag mogelijke debiteurenstand per peildatum (halfjaar, year-end), maar heeft nimmer structureel gewerkt aan een professioneel NWC-beheer.'
7. Op korte termijn lijkt er een belastingvoordeel van € 50 miljoen (vooral in Duitsland) te kunnen worden genoten. Cash-in vermoedelijk H2 2013.
8. De eerder genoemde kostenpost van € 110 miljoen is onder andere aangewend voor een Independent Business Review van Ernst & Young. Daaruit komt een voor Imtech relatief positief beeld naar voren: 'Heel goede spreiding portfolio naar sector en landen'. Dit rapport zal mede de basis vormen van het komende Emissieprospectus. Daarnaast zijn de 50 grootste projecten gereviewed/gescreend door externe onderzoeksbureaus en zijn de waarderingen aangepast aan uiterst prudente criteria. Uit dien hoofde is het risico van aanvullende waardeverminderingen in de toekomst zeer aanzienlijk afgenomen en de kans op hogere opbrengsten dan gebudgetteerd navenant gestegen. Uit het Onderzoeksrapport blijkt dat het

Orderboek van Imtech per ultimo 2012 in totaal circa 27.000 projecten bevatte, waarvan 99% een contractwaarde < € 5 miljoen kende en slechts 10 projecten een contractwaarde > € 50 miljoen hadden. Het grootste project, niet zijnde het Poolse AWW-project, vertegenwoordigde een waarde van € 309 miljoen. Bij een Orderboek van € 6,4 miljard betekent dit een gemiddelde contractwaarde van circa € 250.000,-.

9. Het management bevestigde nog eens te zijn verzekerd tegen de schade door fraude. Daarbij geldt in beginsel geen maximum uitkering. Voorwaarde is echter dat deze schade rechtmatig wordt aangetoond. Hierbij is Imtech derhalve afhankelijk van de snelheid waarmee de justitiële autoriteiten in Duitsland en Polen vervolging instellen en resultaten kunnen worden overlegd. Er zijn geen bedragen ingeboekt voor eventueel terug te ontvangen schade-uitkeringen.

Conclusie

Het management komt zelfverzekerd en betrouwbaar over bij de presentatie van het herstelplan. Op veel posities in de onderneming wordt in hoog tempo nieuw en ervaren management aangesteld. Naast de nieuwe Duitse manager werd eerder de benoeming van Paul van Gelder, voorheen CEO Nederlandse Gasunie, bekendgemaakt als derde lid van de Raad van Bestuur met ingang van medio september. Met het aantreden van Felix Colsman per 1 oktober a.s. zal de RvB alsdan uit vier personen bestaan. Voorts werden zwaargewichten Kees van Lede en Frans Cremers aangezocht voor de Raad van Commissarissen als respectievelijk Voorzitter en Vice-voorzitter/voorzitter Audit Committee. Vrijdag 28 juni jl. gaven aandeelhouders hun goedkeuring voor de claimemissie van € 500 miljoen. Vanochtend is het emissieprospectus gepubliceerd en is de uitgifte van 356.597.988 nieuwe gewone aandelen tegen een uitgifteprijs van € 1,40 per nieuw gewoon aandeel bekendgemaakt. Naar verwachting zal vanaf 5 tot en met 18 juli 2013 de claims verhandeld kunnen worden en zal naar alle waarschijnlijkheid vanaf morgen de aandelen Royal Imtech ex-claim noteren. Op basis van deze nieuwe feiten zullen wij de Investment Case opnieuw tegen het licht houden en binnenkort een besluit nemen hoe om te gaan met deze nieuwe realiteit. Ondanks deze forse verwatering voor bestaande aandeelhouders zijn wij gematigd optimistisch ten aanzien van het middellange termijn herstellend potentieel en het toekomstig rendement. Mede gezien het feit dat het Imtech-management heeft aangegeven te willen vasthouden aan het oorspronkelijke bedrijfs- en verdienmodel. Dit behelst een decentraal besturingsmodel, waarbij vanaf 2015 weer acquisities mogelijk zijn onder de premisse dat de leverage ratio < 2,0 is, en een dividend pay out van 40%.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juli 2013 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	14,3%
Nedap	13,9%
Hunter Douglas	12,9%
Brunel International	9,5%
Acomo	9,2%
Aalberts Industries	8,8%
ASM International	7,9%
Koninklijke TenCate	6,9%
Royal Imtech	5,4%
TKH Group	3,5%
Liquiditeiten en overige	7,7%
Totaal	100,0%

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Vooruitzichten

De maand juli ging van start met per saldo onveranderde koersen bij overwegend lage beursomzetten. De politieke onrust in Egypte, Turkije en Brazilië, alsmede weer oplopende spanningen in Euroland, zijn echter factoren die het beurs sentiment op korte termijn in hun greep zullen houden. In het tweede deel van juli zal het seizoen van de halfjaarcijfers een aanvang nemen en zou de aandelenmarkt haar opgaande tendens kunnen hervatten. Op iets langere termijn achten wij de perspectieven voor een juiste selectie van eersteklas Nederlandse small- en midcaps absoluut superieur aan die van vastrentende equivalenten. Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het lopende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen koers/winstverhouding van circa 14 maal en een bruto dividendrendement van circa 4%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 4 juli 2013