

# Fugro stelt financieel orde op zaken, koers schiet omhoog maar heeft meer potentieel

Geplaatst op donderdag 24 december 2020 om 15:28.



Vlak voor het eind van het jaar is Fugro erin geslaagd financieel orde op zaken te stellen. De Leidschendamse onderneming richtte zich traditioneel vooral op dienstverlening aan de olie- en gassector, waaronder het in kaart brengen van de zeebodem ten behoeve van opsporing en winning. Fugro is sinds 2014 door een diep dal gegaan, met als gevolg een dramatisch verslechterde financiële positie. Door een aanpassing van de kredietfaciliteit en de uitgifte van nieuwe aandelen ziet het beeld er nu aanzienlijk beter uit, zij het dat de marktomstandigheden moeilijk blijven.

De in 1962 opgerichte onderneming is al vele jaren sterk afhankelijk van activiteiten van de olie- en gasmaatschappijen op het gebied van ontsluiting van nieuwe reserves. Fugro voert verkennende activiteiten uit alvorens de

boorwerkzaamheden van start gaan en is daarmee een vroeg-cyclisch bedrijf. Een daling van de prijs van fossiele brandstoffen heeft daardoor snel effect op de orderportefeuille van de onderneming. Sinds 2014 is de prijs van ruwe olie sterk gedaald, wat een aanzienlijk negatief effect had op de resultaten van Fugro. Daarbij ging het om slechte operationele resultaten, omvangrijke afschrijvingen op het materieel en boekverliezen bij desinvesteringen. Daarbij had de onderneming de pech dat juist toen de economie zich weer leek te herstellen en de olieprijs enige verbetering vertoonde, de coronacrisis begin dit jaar genadeloos toesloeg en de olieprijs weer zwaar onder druk kwam te staan.

## **Grote verliezen**

Over de afgelopen zes boekjaren (2014-2019) kwam het totale verlies uit op bijna €1,5 miljard. Het eigen vermogen liep in die periode terug van €1,5 miljard tot €600 miljoen en de solvabiliteit (eigen vermogen gedeeld door het balanstotaal) van 42,4% tot 29,6%. Ook in 2020 waren de resultaten mager, wat niet verwonderlijk was gezien de marktomstandigheden. In het eerste halfjaar daalde de omzet op vergelijkbare basis met 10%, terwijl er een verlies was van ruim €50 miljoen (inclusief de niet-voortgezette activiteiten zelfs €115 miljoen). Hoewel er in het derde kwartaal opnieuw dus sprake was van een flinke omzetsdaling was de aangepaste marge (11,2%). Indrukwekkend, iets dat de burger hoop zou moeten geven dat de langere termijn doelstellingen van de groep realiseerbaar zijn.

Als gevolg van de olopende verliezen kwam Fugro financieel steeds meer in de knel. De onderneming was tamelijk zwaar gefinancierd, onder meer met behulp van enkele converteerbare leningen. Door de slechte resultaten stond de koers sterk onder druk, met als gevolg dat de leningen (waarvan de eerste volgend jaar zou vervallen) niet in aandelen zouden worden geconverteerd, maar moesten worden afgelost. In februari, toen het emissieklimaat er gunstig uitzag, probeerde de onderneming een obligatielening met een omvang van €500 miljoen te plaatsen om de nood te verlichten. Precies op dat moment brak de coronacrisis uit en verslechterde het klimaat zodanig dat men van de operatie afzag. Er

werden in de loop van het jaar wel diverse andere acties ondernomen, zoals het afstoten van enkele belangen, de inkoop van uitstaande converteerbare obligaties en een kleine aandelenemissie in februari, maar dit alles zette onvoldoende zoden aan de dijk.

## **Herfinancieringsmaatregelen**

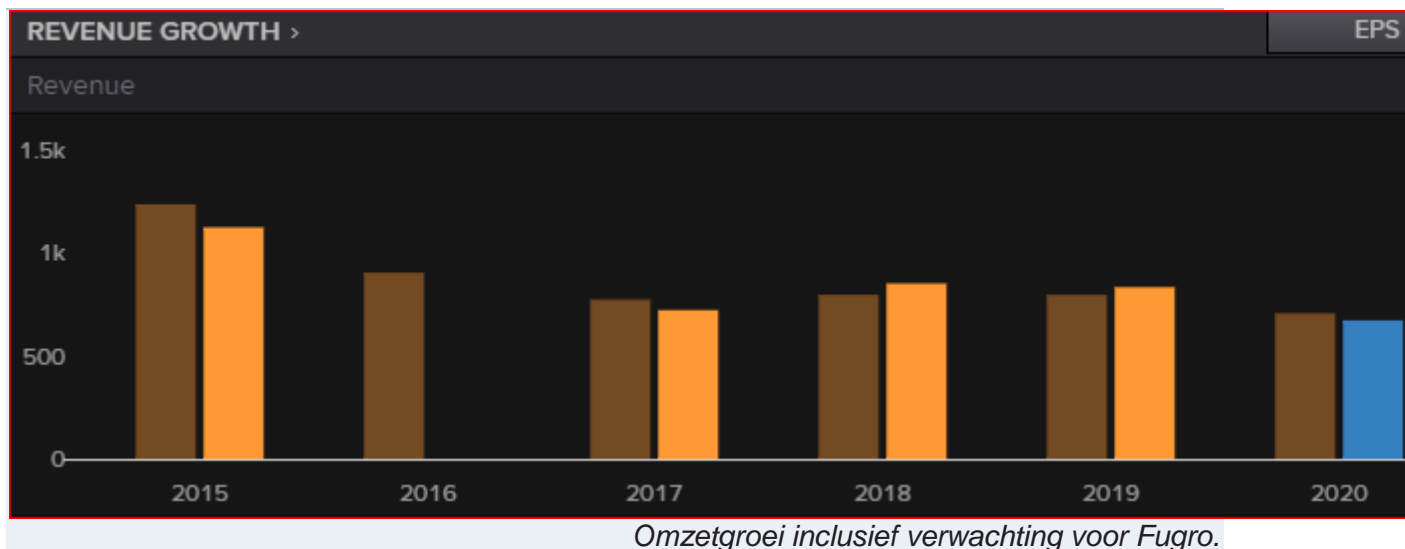
Medio oktober maakte Fugro een omvangrijk pakket herfinancieringsmaatregelen bekend, bestaande uit een onderhandse plaatsing van nieuwe aandelen, een claimemissie, een nieuwe kredietfaciliteit van €250 miljoen en een lening van €200 miljoen (beide met een looptijd tot eind 2023, ter vervanging van de bestaande faciliteit van €575 miljoen), en ten slotte een omgekeerde splitsing, waarbij twee bestaande aandelen zouden worden vervangen voor één nieuw aandeel. Om beleggers tegemoet te komen, werden verder twee van de drie bestaande beschermingsconstructies afgeschaft. Het aandelenkapitaal werd met de onderhandse plaatsing en de claimemissie bijna verdubbeld. Bij enkele bestaande aandeelhouders, waaronder NN en ASR, werd voor €53 miljoen aan nieuwe aandelen geplaatst en beloofden deze tevens hun claims bij de emissie uit te oefenen, waarmee een bedrag van €113 miljoen was gemoeid. Na deze beide transacties en de omgekeerde splitsing bestaat het kapitaal uit 103 miljoen aandelen.

De financiële positie en daarmee de perspectieven voor de langere termijn zijn door de genoemde transacties duidelijk verbeterd. Het eigen vermogen is aanzienlijk versterkt, de schulden zijn gedaald en de looptijd verlengd. Belangrijk is dat de zogenaamde leverage (de verhouding tussen netto schuld en brutobedrijfsresultaat, ebitda) is verbeterd van 4,0 tot 2,4; dat is weliswaar nog steeds niet riant, maar Fugro is hiermee voorlopig wel uit de gevarenzone. Daarnaast is het feit dat er enkele grote institutionele beleggers hebben deelgenomen aan de kapitaaluitbreiding een indicatie dat er voldoende perspectieven worden gezien. Beursgenoten is bovenal zeer gecharmeerd van de

invloed die de forse compensabele verliezen uit het verleden zullen hebben op de toekomstige winstontwikkeling van de groep.

## **Aandeel olie daalt, meer windenergie**

De lagere rentelasten na de herfinanciering zijn een hoeksteen voor de verbetering van de resultaten. Operationeel zal het echter niet eenvoudig zijn om een substantiële verbetering te realiseren. De olie- en gasector laat het nog afweten met nieuwe investeringen, iets dat niet veel goeds belooft voor de orderportefeuille van Fugro. Het aandeel van de oliesector in de omzet van Fugro is gedaald van 78% in 2014 tot 34% in het derde kwartaal van 2020. Voor de jaren 2021 en 2022 wordt slechts een beperkt herstel van de investeringsactiviteiten voorzien, en naar verwachting zullen de investeringen in de opsporing en winning van fossiele brandstoffen op zee pas in 2023 weer het niveau van 2019 bereiken. Deze prognoses zijn echter met onzekerheid omgeven, gezien de wereldwijde pogingen om over te stappen op meer duurzame energiebronnen. In de sector infrastructuur zijn er meer mogelijkheden, dankzij de inspanningen van de overheden om met de aanbesteding van nieuwe projecten de economie op te peppen. Daarnaast biedt dienstverlening bij de bouw van windparken op zee veel mogelijkheden. In 2017 werd hiermee een begin gemaakt, maar in het derde kwartaal was deze sector al verantwoordelijk voor 30% van de omzet van Fugro. Ook het belang van infrastructuur in de omzet is sinds 2014 sterk toegenomen. Het probleem is echter in de meeste sectoren dat de concurrentie groot is, als gevolg waarvan het lastig is om goede marges te realiseren. Gunstig was wel dat in het derde kwartaal van dit jaar de marge-erosie tot een halt was gekomen. De uitvoering van een kostenbesparingsprogramma, dat vanaf 2021 structureel €40 miljoen op jaarbasis moet opleveren, zal in de komende jaren naar verwachting een bijdrage aan verbetering van de marge leveren. Ook de toenemende inzet van onbemande schepen zal in de komende jaren tot een lagere kostenbasis leiden.



Op middellange termijn (periode 2021–2023) streeft Fugro naar een omzet van €1,6 miljard tot €2 miljard en een operationele marge (op het niveau van ebit) van 8% tot 12%. Jaarlijks zal een bedrag van €80 miljoen tot €110 miljoen worden geïnvesteerd. Dit zou moeten resulteren in een bedrijfsresultaat van 128 tot 240 miljoen euro.

### **Koers loopt vooruit op verwacht herstel, Beursgenoten voorziet meer potentieel**

De afgegeven doelstellingen lijken op het eerste gezicht ambitieus maar terugkijkend over de afgelopen jaren is een omzetdoelstelling van 1,6 tot 2 miljard euro niet onrealistisch. Zo werd er in 2018 en 2019 nog een soortgelijk niveau gerealiseerd. Wat de margedoelstelling betreft lijkt er meer werk aan de winkel. Het management gaf eerder aan voor ongeveer €120 miljoen per jaar aan kostenbesparingen te verwachten. Een groot gedeelte wordt waarschijnlijk reeds in 2020 gerealiseerd terwijl het restant (€40 miljoen) in 2021 zal doortikken. Analisten verwachten echter ook dat er nog efficiency voordelen te realiseren zijn door een betere bezetting van de vloot.



Sinds de aankondiging van de herfinanciering in oktober is de koers van Fugro sterk gestegen. Bij de bekendmaking lag de koers op een historisch dieptepunt van €4 (gecorrigeerd voor de omgekeerde splitsing). Daarna is de notering ruimschoots verdubbeld tot €8,60 begin december, waarna de koers weer afbrokkelde tot ongeveer €7,20 op dit moment.

Mocht de groep in staat blijken om haar doelstellingen te realiseren dan voorziet Beursgenoten meer koerspotentieel. Belangrijk hierbij is op te merken dat de groep enorme compensabele verliezen heeft opgebouwd. De netto contante waarde van de toekomstige besparingen zou meer dan €250 miljoen bedragen (33% van de huidige marktkapitalisatie). Naar het zich laat aanzien betaalt de groep de komende 5–10 jaar geen belasting. Uitgaande van de onderkant van de bandbreedte zou dit een bedrijfsresultaat van €128 miljoen moeten opleveren. Uitgaande van €40 miljoen aan rentekosten zou dit resulteren (uitgaande van €0 belasting) in een winst toekomstend aan aandeelhouders van meer dan €80 miljoen, omgerekend een winst per aandeel van €0,77.

Optisch gezien lijkt de koers ver vooruitgelopen op een mogelijk herstel. Echter, Beursgenoten wil er hierbij op wijzen dat er enorme shortposities in het aandeel waren opgebouwd die de afgelopen maanden moesten worden ingedekt nadat de groep haar balans eindelijk op orde leek te hebben. Veel banken schrijven op dit

moment nog geen research omdat ze betrokken waren bij de herfinancieringsronde van de groep. Beursgenoten is ervan overtuigd als de zogenaamde 'black out periode' van deze banken voorbij is er meer positieve research over het aandeel zal verschijnen wat de belangstelling van professionele beleggers zal doen toenemen.

Fugro is zeker geen "eerste liefde" van Beursgenoten, het aandeel heeft ons genoeg geplaagd de afgelopen jaren. Maar de pijn is geleden, de balansen zijn versterkt en de toekomst lijkt zekerder. Beursgenoten is rationeel en wij zien meer dan voldoende redenen om Fugro te kopen. We doen dat even anders dan normaal: we kopen gestaffeld naar beneden toe de komende dagen. Stel dat u 1000 aandelen wilt hebben, dan start u met een derde. Gaat het aandeel een beetje dalen wederom, etc. Vertrekt de trein sneller dan Beursgenoten verwacht dan zitten we er in ieder geval in!

Laatst bijgewerkt op donderdag 24 december 2020 om 15:28.