



GROOT WORDEN IN 2007?

VEROVER EUROPA, KOOPT SPECIALISTEN EN BEPERK JE MERKEN

Dit jaar waren er op het eerste gezicht weinig verrassingen in de top vijf van grootste uitzenders op de Flexmarkt ranglijst: iedereen bleef staan waar die stond. De uitzenders behielden en versterkten met succes hun stevige positie onder meer door slimme aankopen in groeielanden in Europa. Twee financiële experts analyseerden hun acties en prestaties. Ook meetellen aan de top? Dan wordt het óf meedoen in de uitzendersversie van Risk, óf interessante specialisten kopen, óf jezelf het komende jaar verkopen aan de hoogste bidder.

MIRANDA APELDOORN

Twee financiële experts analyseerden de resultaten van Randstad, USG People, Vedior, Adecco en Manpower in 2006. Roel ter Steeg is directeur bij Mazars Berenschot Corporate Finance. Hij kijkt vooral naar de strategische positie en de omzetkant van de uitzenders. Marc Zwartsenburg is senior aandelenanalist bij ING Wholesale Banking. Hij benadert de resultaten als beurspecialist.

RANDSTAD

TER STEEG: “De Nederlandse economie heeft de wind in de zeilen, en daar heeft iedere genoemde uitzender goed van geprofiteerd, maar Randstad helemaal. In 2006 behaalde Randstad met haar derde kwartaal het beste kwartaalresultaat dat ze ooit in haar bestaan heeft gehaald: 132 miljoen euro. Dan heb je je organisatie scherp gehouden.”
Vorig jaar speelde een managementissue

in Engeland, wat de resultaten daar drukte. “Dat is inmiddels opgelost en dat zie je. De omzet is er in vergelijking met 2005 met 40% fors gestegen.

In 2006 namen ze in Duitsland een grote, specialistische uitzendgroep over: Bindan en Teccon.” De uitzendmarkt is daar na de deregulering uit 2004 volop in ontwikkeling. Met een penetratiegraad van iets boven de 1% (1 op de 100 werknemers is werkzaam als uitzendkracht)

ligt Duitsland nog ver onder het Europese gemiddelde, wat rond de 2,5% ligt. Daar kan dus nog flink gegroeid worden. Ter Steeg: "In Duitsland wáren ze al groot en met deze overname blijft Randstad er nummer één. Ook blijven ze zich richten op HR-outsourcing, wat onder meer blijkt uit hun aankoop van de HR-divisie van Getronics."

EINDOORDEEL: +

VOORSPELLING: "Net hebben ze een specifiek deel van de logistieke activiteiten in Spanje afgestoten, maar dat zie ik als een kleine tussenstap. Ik verwacht dat ze in Spanje en ook in Italië wat ondernemingen bij zullen kopen, bijvoorbeeld in de financiële hoek. Dat is in Nederland een succesvolle sector, en wat we hier als zodanig ontdekken, komt in landen als bijvoorbeeld deze twee en Duitsland vervolgens versneld op. Ook voor Nederland zullen ze wel geïnteresseerd blijven in mooie specialisten."

Op de middellange termijn (2010-2012) wil Randstad 70% van haar omzet in het buitenland behalen. Dat percentage ligt nu nog op 65%. Het lijkt me een alleszins haalbare doelstelling, die ze op twee manieren kunnen bewerkstelligen. Door een snellere autonome groei van de flexmarkt in de landen waar ze op focussen anders dan Nederland. En door het investeren in het buitenland, bijvoorbeeld doordat ze in Japan versneld eigen vestigingen neerzetten of door verder te acquireren in het buitenland."

ZWARTSENBURG: "Vorig jaar hadden wij al een koopaanbeveling op het aandeel en dat is onveranderd gebleven. Het management heeft in de beginfase van het economisch herstel stevig geïnvesteerd in groei, waar Randstad nu de vruchten van plukt. Hier stond tegenover dat de kosten in 2006 niet ver achterbleven bij de omzetgroei. Hierdoor heeft Randstad nog geen optimale winstgevendheid laten zien. Wij denken dat

Randstad in 2007 de marges verder kan verbeteren. Het investeringstempo is recentelijk naar beneden gegaan omdat de doelstelling meer dan 500 specialistische units uit te rollen in 2006 al meer dan bereikt is, terwijl het verder uitrollen van het Inhouse-concept ertoe geleid heeft dat Randstad nog steeds vierkante meters over heeft. Daarom verwachten wij dat de groei van de kosten ten opzichte van de omzet wat zou moeten gaan dalen (zoals we het laatste kwartaal ook zagen) wat leidt tot verbetering van de winstgevendheid.

Wat we in 2006 niet gezien hebben is de lang verwachte acquisitie in Japan. Randstad heeft hier eind 2006 zelf een vestiging geopend om alvast een teen in het water te hebben. Daarnaast heeft Randstad in Duitsland wel een strategisch goede acquisitie gedaan die sterk presteert. Randstad heeft overigens een aanzienlijke oorlogskas van meer dan een miljard euro om acquisities te doen. Wij denken dat ze naast acquisities in de VS, of groeimarkten als Duitsland, Spanje, Italië, Azië, en Japan, nog voldoende mogelijkheden hebben wat aandeelhoudervriendelijke maatregelen te nemen. Te denken valt aan een hogere dividenduitkering."

EINDOORDEEL: +

VOORSPELLING: "Zal ook in 2007 blijven profiteren van de gunstige economische ontwikkelingen in Europa en vooral Nederland. Duitsland, waar de uitzendmarkt nog steeds in ontwikkeling is, zal naar verwachting ook in 2007 de grote groeidoriver blijven. Wij zien het afnemende investeringstempo als een belangrijke peiler voor de winstgroei en blijven daarom ook voor 2007 positief op het aandeel."

USG PEOPLE

TER STEEG: "De nieuwe CEO Ron Icke heeft grip weten te houden op de nieuw

gecreëerde organisatie. De integratie van Solvus verloopt goed en hun bedrijfsresultaat vóór afschrijvingen bereikte een nieuw record in het derde kwartaal: 60 miljoen euro. En een sterke omzetgroei van 17% in vergelijking met het eerste kwartaal. USG heeft bovendien de hoogste brutomarge van alle uitzenders van rond de 23% à 24%. Ze halen een behoorlijke omzet met hun specialistische uitzenders, en ze hebben een substantieel aandeel in het MKB-segment. In het MKB zijn de marges interessanter dan bij de echt grote bedrijven, die anders shoppen voor de beste deal. Van alle hier besproken uitzenders is USG wereldwijd weliswaar de kleinste maar tegelijkertijd wel de meest winstgevende organisatie.

USG focust zich steeds meer op arbeidsmarktgerelateerde activiteiten. Hun strategie is afscheid te nemen van alles wat niet te maken heeft met uitzenden. Zo verkochten ze in 2005 al Famed, een bedrijf dat facturering overneemt van onder meer huisartsen. In 2006 verkochten ze opleidingsinstituut Luzac-college. Daarnaast kochten ze UJG, waardoor ze een interessante positie verkregen hebben op de markt voor juridisch specialisten. Daar hebben ze echter wel een hele hoge prijs voor betaald. Wellicht een té hoge.

Knap is dat de organisatie ondanks haar grotere omvang haar ondernemende cultuur heeft weten te behouden."

EINDOORDEEL: +

VOORSPELLING: "In 2007 is Duitsland aan de beurt voor een acquisitie. Buiten de Benelux zal USG de specialistische dienstverlening meer naar voren willen laten komen, maar ik verwacht ook een gezonde interesse voor mooie specialisten binnen de Benelux."

ZWARTSENBURG: "Was en blijft een van onze favorieten in de sector en overeenkomstig hebben wij een koopaanbeveling. USG heeft een heel sterk jaar

achter de rug. Niet alleen is de omzetgroei enorm versneld tot een van de hoogste in de sector doordat de Nederlandse economie sterk is aange-trokken. Ook heeft management een sterke prestatie geleverd om de aanzienlijke integratie van Solvus, waar de markt in eerste instantie nogal sceptisch over was, soepel te doen verlopen. Dit heeft verder bijgedragen aan de omzetgroei, wat zich vertaalt in een enorme sprong in de winstgevendheid, die in 2006 al dicht tegen de doelstelling voor 2007 aanzit. "De acquisitiefocus is vooral op Duitsland gericht, waar USG People nog te weinig schaal heeft. Hier wordt gezocht naar een kandidaat die de omzet met zo'n vijftig tot honderd miljoen euro zou moeten verhogen. Waarschijnlijk zal bij acquisitie een deel in schuld en een deel in aandelen worden betaald, wat gegeven de grootte geen probleem zou moeten zijn."

EINDOORDEEL: +

VOORSPELLING: Ondanks een buitengewoon goede koersperformance in 2006 zijn wij ook optimistisch voor 2007 vanwege USG's gunstige geografische en business mix. USG is vergeleken met de andere grote uitzendondernemingen de meest pure Nederlandse speler. Maar liefst rond de 45% van de omzet komt uit Nederland, waarvoor de economische groeiverwachtingen een van de gunstigste zijn binnen Europa.

USG People een typisch later cyclische speler: ze presteert doorgaans beter in de tweede helft van de economische cyclus, vanwege USG's specifieke mix van activiteiten. Relatief veel omzet wordt behaald in specialistische uitzendsegmenten (techniek, administratief) en het midden- en kleinbedrijf, die later in de cyclus op gang komen.

Verder zal in 2007 nog het grootste deel van de kostensynergieën van de fusie met Solvus doorkomen en verwachten wij een sterke verbetering van de bruto-

marge. Dit alles is naar onze mening nog niet voldoende door de markt gewaardeerd want USG is in de sector het meest aantrekkelijk geprijsd."

VEDIOR

TER STEEG: "Bij deze club is relatief weinig veranderd. In de kern is het best een mooi bedrijf, maar ze komen te weinig vooruit. In omvang werden ze in 2006 voorbijgestreefd door Randstad (5,9 miljard euro omzet in de eerste drie kwartalen tegenover 5,6 miljard van Vedior in deze periode). Vedior is een zogenoemde multibrand die in veel verschillende nichemarkten zit. In tegenstelling tot Manpower, die met haar merkenbeleid nu een andere koers vaart, is Vedior van mening dat ze alle merknamen die ze voeren beter in de lucht kunnen houden."

EINDOORDEEL: +/

VOORSPELLING: "Positioneert zich als specialist en heeft gemikt op een 70% specialties – 30% algemeen verdeling, maar dat gaat met deze aanpak niet gebeuren. Dan zouden ze drastischer moeten zijn en bijvoorbeeld een stuk 'algemeen' verkopen en daar specialties voor terugkopen, óf ze moeten grotere brokken specialistische omzet kopen dan nu met kleine acquisities gebeurd. In Frankrijk halen ze met 'algemene omzet' 40% van hun totale omzet weg, maar daar is de markt lastig en de rendementen zijn er laag. Hun statement dat de focus ligt op een bovengemiddeld rendement lijkt hier dus niet helemaal mee te stroken."

ZWARTSENBURG: "Is een koopaanbeveling op basis van waardering. Dit was ook vorig jaar het geval vanwege een zwakke Franse uitzendmarkt waar Vedior in hoge mate afhankelijk van is. In het eerste kwartaal van 2006 trok de Franse markt even aan en daarmee ook

de koers van Vedior. Echter, de opleving was van korte duur en medio vorig jaar stabiliseerde de Franse markt. Dit gecombineerd met een paar tegenvallende kwartaalreportages deed de koers van Vedior geen goed."

EINDOORDEEL: +/-

VOORSPELLING: "We zijn gematigd positief over Vedior's belangrijkste markt, Frankrijk. De economische vooruitzichten zijn maar matig vergeleken met de rest van Europa. Buiten dat is 2007 ook een verkiezingsjaar en, met de demonstraties begin 2006 in het achterhoofd, is het niet waarschijnlijk dat er beslissingen worden genomen met betrekking tot verdere versoepeling van de nog steeds zeer rigide arbeidsmarkt. De impuls moet komen van een betere prijsvorming door een meer rationele prijszetting van de grote concurrenten Adecco en Manpower. Vedior hanteert in Frankrijk al de juiste strategie. Adecco en Manpower hebben echter zeer duidelijk de intentie uitgesproken om de prijszetting te verbeteren. Zo kan de Franse uitzendmarkt toch een interessante markt zijn voor Vedior.

Positief zijn wij over Vedior's relatief hoge exposure naar werving en selectie, waar de groei het hoogst is. Ook structureel is dit een enorme groeiemarkt. Op de langere termijn geloven wij in de strategie van Vedior om te focussen op specialistisch uitzenden.

De acquisitiestrategie van Vedior is gericht op kleinere specialistische spelers. Voor 2007 verwachten wij geen verandering van strategie."

ADECCO

TER STEEG: "Deze wereldleider was qua omzet in 2006 wereldwijd ongeveer drie keer groter dan Randstad, maar had met 17,5% wel de laagste brutomarge van alle vijf genoemde uitzenders.

De organisatie heeft een sterke groei gerealiseerd binnen de sectoren 'hoogop-



geleid' en 'specialisaties'. In vergelijking met het tweede kwartaal van 2006 realiseerden ze 11% omzetgroei in het derde kwartaal.

Onder leiding van grootaandeelhouder Klaus Jacobs zijn er duidelijk veranderingen ingezet. Adecco bedient nog steeds de bulkmarkten Frankrijk, Engeland en Amerika, maar deed daarnaast een grote specialistische aankoop in Duitsland: het beursgenoteerde DIS. Daar hebben ze absoluut de hoofdprijs voor betaald (€ 682 miljoen), maar daarmee hebben ze niet alleen een goede positie in deze interessante markt gekocht, maar ook een nieuw management team (CEO en CFO) voor Adecco Groep als geheel. Het team van DIS kent de markt, weet aan welke eisen specialistische diensten moeten voldoen en is gewend om vanuit een groeipositie een onderneming neer te zetten. Dat zijn handige kwaliteiten die Adecco goed kan gebruiken. Neemt niet weg dat ze nu wel leiding moeten geven aan een heel ander formaat onderneming.

In Nederland zijn géén acquisities gedaan: de groeipercentages van de Benelux zijn blijkbaar minder interessant voor ze. Nederland moet het hebben van een geïntensiverde reclamecampagne voor de gespecialiseerde activiteiten. Als ze hier iets kopen, dan zal het waarschijnlijk een specialist zijn, vanwege de mooiere marges dan die 'algemeen' opleveren.

Adecco heeft verder een nieuw merkenbeleid in gang gezet. Ter ondersteuning van haar hoofdlabel voert de organisatie zes specialistische labels: finance & legal, engineering & technical, information technology, medical & science, sales marketing & events en human capital solutions."

EINDOORDEEL: +/-

VOORSPELLING: "Gaat vooral verder met het acquireren binnen emerging markets in Azië en het aankopen van spe-

cialisten in interessante groei landen als Italië, Spanje en Oost-Europa."

ZWARTSENBURG: "Ook voor Adecco hanteren wij een koopaanbeveling, gebaseerd op ons geloof dat het nieuwe management Adecco succesvol kan draaien in de juiste strategische richting en naar structureel hogere marges. Onze visie op Adecco is pas sinds 2006 weer positief, voor het eerst sinds het boekhoudprobleem in 2004.

Een van de eerste maatregelen die het nieuwe management heeft genomen om de marges te verbeteren is de invoering van het EVA model (economic value added, wat eigenlijk simpelweg betekent dat de brutomarges omhoog moeten en het werkkapitaal naar beneden). Belangrijk is dat dit ook in de beloningsstructuur wordt verweven om zodoende een cultuuromslag op de werkvloer (van volume focus naar margefocus) te bewerkstelligen.

2007 wordt het jaar van de invoering van het EVA-model met als belangrijkste speerpunt het verbeteren van de winstgevendheid in Adecco's belangrijkste markt Frankrijk. Wij zijn positief over de ingezette koers en denken dat Adecco nog veel verbeterpotentieel heeft wat nog niet door de markt is ingeprijsd."

EINDOORDEEL: +

VOORSPELLING: "Naast Randstad heeft ook Adecco een sterke balans. Wat betreft acquisities verwachten wij geen grote deals want het nieuwe management heeft waarschijnlijk zijn handen eerst wel vol aan de invoering van het EVA-model. Verder denk ik dat ook aandeleninkoop wellicht later weer op de agenda kan komen te staan.

Adecco's winstgevendheid kon de markt wel eens verrassen, vooral door de invoering van het EVA-model en door verdere kostenbesparingen. Interessante turn-around play."

MANPOWER

TER STEEG: "De nummer twee ter wereld is sterk gegroeid. De Nederlandse organisatie haalde grote en statusopdrachten binnen door commercieel agressieve tarieven te hanteren. Zo is ze exclusieve leverancier van Campina geworden, en een van de preferred suppliers van DHL.

Ook opmerkelijk is dat Manpower dit jaar een nieuwe merkenstrategie invoerde: ze is van tweehonderd labels naar vijf gegaan. Voortaan valt alles onder Manpower, Manpower Professionals, Elan, Jefferson Wells of Right Management. Dit moet het Manpower-label versterken en levert kostenefficiëntie op. Ik geloof hier wel in, zeker voor grotere internationale spelers. De vraag is of je na een acquisitie de nieuwe onderneming ook meteen onder je hoofdlabel moet hangen of dat je de nieuwe naam twee tot drie jaar de tijd geeft te integreren.

Manpower is de sterkste groeier op autonome kracht in de flexmarkt: ze doet vrijwel geen overnames.

EINDOORDEEL: +

VOORSPELLING: "Manpower is in Nederland een club die enige afstand houdt: uitingen zijn op wereldwijd niveau en de specifieke aanpak voor de Benelux of alleen Nederland blijft daardoor relatief onbekend."

ZWARTSENBURG: "Manpower hebben we niet officieel 'under coverage', daar mogen we dan ook geen aanbevelingen over doen."

EINDOORDEEL: Geen oordeel, geen voorspelling.

OP PAGINA 36: de uitzendhoroscoop

UITZENDHOROSCOOP 2007

WAT VERWACHTEN DE FINANCIËEL EXPERTS DAT ER IN 2007 GEBEURT?

MARC ZWARTSENBURG

Marc Zwartsenburg, senior aandelenanalist bij ING Wholesale Banking: “2006 was een jaar waarin we een aanzienlijke groeiversnelling gezien hebben in de uitzendsector in Europa, vooral in Nederland en Duitsland. Frankrijk liet een lichte verbetering zien en het VK is gestabiliseerd. Hierdoor is de winstgevendheid van de sector enorm toegenomen. Echter, de groei-vertragings in Amerika vanwege de renteverhogingen van de Fed om de inflatie in te dammen, had een enorme invloed op de koersvorming. Echter, voor de besproken uitzendondernemingen is de VS slechts van beperkte of helemaal geen invloed op de winst. De angst was dan ook voornamelijk dat de vertraging over zou slaan naar Europa. Als gevolg hiervan heeft de sector in mei een sterke koerscorrectie gezien van gemiddeld

25% waarvan in de tweede helft van 2006 een groot deel alweer is teruggewonnen. Onze visie is dat de Amerikaanse recessie een zogenoemde soft landing zal maken in 2007. Dan kan de groei van de uitzendmarkt in Amerika misschien nog iets verder terugzakken om daarna te stabiliseren en misschien al in de tweede helft van 2007 of in 2008 weer te versnellen.

Voor de Europese uitzendmarkten blijven wij positief. De volumegroei zal waarschijnlijk wat afzakken vanwege een moeilijkere vergelijkingsbasis maar we verwachten dat door looninflatie, schaarste van arbeid en mixeffecten, de brutomarges en dus de winstgevendheid verder zullen toenemen. In het bijzonder de specialistische segmenten en werving en selectie zien wij als DE groeimarkten van 2007.

De sterkste groei verwacht ik wederom in Duitsland (economisch herstel gecombineerd met structurele groei), Nederland (gunstige economische groei), Azië (groeimarkt) en Oost-Europa (idem).

Ik verwacht dat de consolidatie in de sector zich verder voortzet nu de kaspisities verder zijn toegenomen en schulden verder zijn afgebouwd. Vooral in specialistisch uitzenden en in groeimarkten zoals Duitsland. Ook zullen aandeleninkoop en dividend waarschijnlijk weer meer aandacht gaan krijgen. Dit temeer omdat wij wat betreft overnames toch wel kritisch zijn, want eind jaren negentig zijn in de goede tijden ook veel overnames gedaan die achteraf veel te duur bleken te zijn en dus waardevernietigend.”

ROEL TER STEEG

Roel ter Steeg, director bij Mazars Berenschot Corporate Finance: “2007 wordt naar verwachting een nog beter jaar dan 2006. Ook over 2008 wordt met erg veel vertrouwen gesproken, terwijl voor 2009 nog geen eenduidig beeld heerst.

De uitzenders hebben hun koers duidelijk ingezet. Hun onderneming is op orde en in 2006 hebben ze daarom weer naar buiten gekeken. De grote uitzenders investeren bij voorkeur hun euro's in het buitenland, maar Nederlandse specialisten kunnen ook nog steeds op

warme belangstelling rekenen en hun onderneming prima verkopen.

Een van de middelgrote spelers, Olympia Uitzendburo, zette een interessante stap door haar fusie met Allbecon in Duitsland. De uitzender is een voorbeeld voor de overige middelgrote partijen. Eerlijk gezegd had ik verwacht dat meer spelers tussen tafellaken en servet stappen zouden hebben genomen door zich aan te sluiten bij een grotere speler, óf kleinere specialisten erbij te kopen. Het is slim dit in 2007 te doen, nu er nog twee goede jaren ver-

wacht worden, wat bijzonder helpt bij het kunnen realiseren van een interessante transactie.

Het volgen van uitzendkrachten in hun loopbaan en/of ze van de ene vaste baan naar de andere vaste baan begeleiden zal zich versneld en versterkt doorzetten. In 2006 waren Randstad en Manpower daar al mee bezig en in 2007 zullen de andere drie dit vast ook meer gaan doen.”