

WIE WORDT ALS VOLGEN

Hét uitzendnieuws van het jaar kwam natuurlijk van Randstad die aankondigde Vedior te willen overnemen. In 2008 vinden er in de topvijf van de Flexmarkt omzetranglijst dus na jaren *same old, same old* eindelijk verschuivingen plaats! Het wordt op meer vlakken een spannend jaar. Komt Amerika in een recessie? Krijgt Europa daar dan een tik van mee? En kunnen we meer overnames verwachten?

MIRANDA APELDOORN

Hoe deed de topvijf uit de Flexmarkt omzetranglijst het in 2007? Twee financiële experts analyseerden hun resultaten en voorspellen hun strategie in 2008. Roel ter Steeg is managing partner bij Mazars Berenschot Corporate Finance. Hij kijkt naar de strategische positie en de omzetkant van de uitzenders. Marc Zwartsenburg is senior aandelenanalist bij ING Wholesale Banking. Hij benadert de resultaten als beursspecialist.

RANDSTAD

Ter Steeg: 'Het lijkt nu te lukken: de creatie van een nationale kampioen! Eerder mislukte dat tussen energiespelers Essent en Nuon, en banken ABN Amro en ING. Randstad heeft 3,9 miljard geboden voor Vedior, wat ze gestand zullen doen bij een aandelenaanmelding van 67%. Dat wil zeggen, dat Randstad een prijs in de markt legt die door ten minste tweederde van de Vedior-aandeelhouders als interessant moet worden beoordeeld.

Minder goed ging het in Noord-Amerika, waar het consumentenvertrouwen gedaald is onder invloed van de hypotheekcrisis. Die markt is voor iedereen nu lastig. Het is het enige land waar bij Randstad de omzet gedaald is.'

Voorspelling: 'Voor mijn gevoel heeft het bedrijf goed grip op de zaken. Kunnen ze problemen met de Nederlandse mededingingsautoriteit NMa verwachten door de geplande Vediorovername? Wanneer ik kijk naar "uitzenden" heeft de organisatie een marktomvang van rond de 40%. Zelf houdt de organisatie het op tussen de 25% en 40%. Daarbij neemt de

organisatie denk ik aanvullende diensten als payrolling in hun marktomvangdefinitie mee.

De organisatie "verdicht" haar markt met de overname van Vedior. Die zit in 51

landen, Randstad in 30. Randstad zal de handen vol hebben aan de integratie van Vedior, wiens bedrijfsfilosofie nogal verschilt van Randstad. Multibrand Vedior koopt meerderheidsbelangen bij een overname. Monobrand Randstad neemt clubs honderd procent over en maakt het daarna doorgaans Randstadblauw. Hoe gaat de organisatie deze integratie managen?'

Zwartsenburg: 'De enorme koersdaling van uitzendfondsen begon afgelopen zomer toen Randstad waarschuwde voor een groeivertraging. De outlook die ze bij hun halfjaarcijfers presenteerden stelde teleur. Een groeivertraging in belangrijke markten als de VS, Nederland en Duitsland deed de markt schrikken. Daarnaast had Randstad wat specifieke



Marc Zwartsenburg: 'Een mogelijke target voor met name Adecco zie ik in Brunel.'

DE OPGESLOKT?

moeilijkheden. Bindan, een van de overnames in Duitsland uit 2006, presteerde niet naar behoren door interne problemen. Ook waren er problemen bij Airbus. Daardoor kwam de groei in Duitsland minder hoog uit dan verwacht. In 2006 had Randstad een omzetgroei van 40% en de markt circa 20-25%. Dan is het moeilijker voor Randstad om de markt voor te blijven. Ze voelde de groeivertraging sterker dan de concurrenten. Toch haalde Randstad ook in 2007 weer de hoogste organische omzetgroei. Een sterke prestatie.

In plaats van geld terug te geven aan de aandeelhouders, kondigde Randstad aan in mei 2008 de aandeelhouders een *share buy back* voor te willen leggen. Toen waren ze blijkbaar al bezig Vedior in te lijven. Strategisch logisch en een enorme stap voorwaarts. In Vediors specialistisch uitzenden vind je een hogere groei en hogere marges dan in Randstads algemeen uitzenden. Randstad heeft met Vedior meer voet aan de grond in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en *emerging markets* als India. In Frankrijk wordt ze zelfs een topdrie speler.'

Voorspelling: 'Raakt de economie in een recessie, wat we overigens niet verwachten, dan heeft Randstad te veel betaald voor Vedior. Er zijn ook risico's aan de integratie verbonden, zoals de cultuur-(mis)match die Roel Ter Steeg aangeeft. Op de balans staat nu bovendien een schuld van netto 2,3 miljard, waar voor de overname nog 300 miljoen in kas zat. Bij een recessie gaat de winstgroei via een hefboomeffect extra hard naar beneden. Maar dit werkt ook de andere kant op en dat kan Randstad een winnaar maken in 2008.

Randstad neemt een risico door zich niet te willen terugtrekken uit enkele Amerikaanse regio's, ondanks dat de organisatie daar een behoorlijke overcapaciteit heeft.'

USG PEOPLE

Ter Steeg: 'De integratie van Solvus is dit jaar afgerond. Daarnaast zijn een aantal merknamen samengevoegd. Zo werden bijvoorbeeld de onderdelen Start, Creyf's en People nu Start People.



Roel ter Steeg: 'Randstad zal de handen vol hebben aan de integratie van Vedior.'

In de zomer vertraagde de groei in de flexmarkt. Daardoor zakten de aandelenkoersen in. Ik kan de flinke neerwaartse bijstelling van USG People's aandelen echter minder goed plaatsen. De club zit bijvoorbeeld niet eens in Amerika, waar de markt momenteel lastig is. USG People zit op plekken en in markten - MKB, specialties - waar nog goed gescoord wordt. In het derde kwartaal haalde de organisatie zelfs voor het eerst ruim 1 miljard omzet, wat dit onderschrijft. De lagere aandelenkoers doet naar mijn mening hun prestaties tekort. Ze heeft verder haar strategie gecontinueerd afscheid te nemen van niet-flexmarkt gerelateerde activiteiten: ze verkocht callcenterorganisatie TDA.'

Voorspelling: 'USG People hoopt in Duitsland een goede marktpositie op te bouwen maar dat valt niet mee. Ze nam in 2007 Geko Zeitarbeit over: met een omzet van 25 miljoen maar een kleine speler. De oorlogskas is met een paar honderd miljoen redelijk gevuld. Echter, iedere uitzender vindt Duitsland interessant, vanwege een stijgende penetratiegraad en wetgeving die wordt geflexibiliseerd. Maar slechts een beperkt aantal bedrijven is qua omvang interessant voor overname en ook niet alles komt te koop.

Sinds november maakt de organisatie slim en logisch werk van het explicieter benaderen van de studentenmarkt. ASA Studentenbureau gaat samen met All For

Students, die via internet bemiddelt. Een krachtige combinatie. All For Students bezit onder meer stages.nl. Zo beschikt USG People in één klap over 220.000 extra hoogopgeleide studenten.'

Zwartsenburg: 'Hun koers is sinds deze zomer bijna gehalveerd. Het bedrijf is met name afhankelijk van de Nederlandse uitzendmarkt, en die ontwikkeling laat een forse vertraging zien. Was de groei op de markt begin 2007 nog 20%, nu is die geslonken tot 3 à 4%. Gedreven door schaarste staat de volumegroei onder druk. Compensatie vinden we in een sterke stijging van de prijzen en de mix. Met name USG profiteert hiervan door hun sterke positie in het hogere segment en MKB. Daardoor zien we een goede margeontwikkeling die heel positief is geweest. De angst bestaat echter dat bij een verdere druk op de volumegroei door een lagere economische groei ook de prijzen wat onder druk komen te staan en winstvoorspellingen naar beneden moeten worden bijgesteld. USG People had afgelopen zomer voorzichtiger moeten zijn in haar voorspelling van de omzetgroei in de tweede jaarhelft met 10%. Die was te ambitieus.'

Voorspelling: 'Prijzen van Duitse bedrijven op de markt waren extreem hoog vóór de *creditcrunch* – de Amerikaanse kredietcrisis. Nu die prijzen weer zakken, verwacht ik dat ze daar een - kleine - stap gaan zetten.'

VEDIOR

Ter Steeg: 'Er zat weinig schwing in het bedrijf tot de komst van topman Tax Gunning enkele maanden geleden. Die gaat knopen doorhakken, dacht ik, want hij heeft veel gedaan voor het merkenbeleid van Unilever. Het merkenbeleid is bij Vedior ook een *hot issue*. Vedior was al zover dat ze alle specialties bij alle specialties had geschoven en alle algemene uitzendclubs bij de algemene. Dat werkt goed. De verdere strategie is nu overruled door de slag van Randstad. Die was Vedior vorig jaar qua omvang al voorbijgeraasd, daarom een plusminus als eindoordeel.'

Voorspelling: 'De overname zal vrij snel afgerond zijn. Na de eerste helft van 2008 is Vedior niet meer. Dan is er ruimte voor een nieuwe speler in de topvijf van de omzetranglijst! Voor de muziek uitlopend zou Brunel kans kunnen maken, of Allbecon Olympia.'

Zwartsenburg: 'Door het bod van Randstad is Vedior een van de winnaars van 2007. Er waren meer pluspunten. Ondanks de

zwakke Amerikaanse markt wist Vedior haar marge en groei daar te verbeteren. De omzet in haar derde kwartaal was in 2007 het hoogst van alle kwartalen in Amerika. Het was verder een goede strategie in Frankrijk te focussen op verbetering van de marges. Dat de concurrentie hetzelfde deed, daar heeft Vedior van geprofiteerd.'

Voorspelling: 'De overname van Vedior kan verdere consolidatie in de sector aansporen. Een mogelijke target voor met name Adecco zie ik in Brunel. Die is 100% gespecialiseerd, heeft een sterke positie in Nederland en Duitsland in engineering en beweegt zich wereldwijd op de energiemarkt. Brunel heeft een omzetgroei en marges die beter zijn dan die van de concurrentie. Enige struikelblok: oprichter Jan Brand bezit 63% van de aandelen.'

ADECCO

Ter Steeg: 'Wereldwijd timmert de nummer één ter wereld behoorlijk aan de weg. De organisatie focust op grotere acquisities. Zo heeft ze flink in de buidel getast voor Tuja, een topdrie speler op de Duitse uitzendmarkt. De omzet van Tuja is 650 miljoen, maar Adecco kocht het voor 800 miljoen in juni, vlak voor de dip die alle uitzenders lager waardeerde. Een hoge prijs! Maar waar Adecco tot twee jaar terug nog vrijwel geen positie had, staat het nu nummer twee op de Duitse markt.'

Ook steekt Adecco haar euro's graag in landen als India en China, met bevolkingen van een miljard inwoners. Dat maakt qua marktpotentieel nogal een verschil met bijvoorbeeld België, dat 10,5 miljoen inwoners telt.

Adecco heeft een sterke winststijging weten te realiseren, waarbij Adecco Benelux een van de best presterende geografische gebieden is. In de Benelux zijn de Professional Staffing activiteiten toegevoegd richting het beoogde aandeel van 20% van de totale activiteiten. In combinatie met de vorderingen op het gebied van een geïntegreerd back-office systeem voor deze drie landen, een verdiende plus als eindoordeel.'

Voorspelling: 'Over hun wereldwijde business model is Adecco tevreden dus ik verwacht geen grote veranderingen. Alles is nu onderverdeeld over negen divisies. De organisatie blijft investeren in emerging markets.'

Zwartsenburg: 'Vergeleken met de genoemde concurrenten heeft de koers van Adecco het relatief goed gedaan. De

grotere verhandelbaarheid van het aandeel (minder risico) verklaart dit deels. In 2006 kreeg Adecco een nieuw management dat focust op marges in plaats van volume. 2007 was een overgangsjaar. De organisatie werkte sterk aan haar kosten, die minder hard groeiden dan haar omzet. De margefocus ging ten koste van de omzetgroei in Frankrijk maar de marges verbeterden significant. Adecco heeft nog circa een half jaar nodig voor de organisatieomslag. Relatief haalt Adecco de meeste omzet – 15% - uit de Verenigde Staten, waar ze voornamelijk blue collar work bemiddelt. Ze zou dus de meeste last moeten hebben van de kredietcrisis. Ondanks de omzetzaling heeft Adecco daar goed op haar kosten gelet!'

Voorspelling: 'Strategisch is Adecco op de juiste weg. Begin 2008 is de organisatie kwetsbaar vanwege haar afhankelijkheid van de Verenigde Staten: de bodem is daar nog niet in zicht. Ik verwacht een ommekeer in de omzetgroei in de tweede helft van 2008 wanneer Adecco kan profiteren van een gemakkelijke vergelijkingsbasis.'

MANPOWER

Ter Steeg: 'Nadat Manpower in 2006 met agressieve tarieven grote opdrachtgevers binnenhaalde, is de strategie van de organisatie nu wat geluwd. Dankzij 2006 is de organisatie nu een goede runner-up op de Nederlandse markt: Manpower lijkt content met deze positie.

Manpower startte de divisie Manpower Senior die zich richt op inkomensonafhankelijke 55-plussers. Deze keuze begrijp ik niet helemaal. Mijn beeld is dat het juist de 65-plussers zijn die interessant zijn, omdat je ze tegen een gunstig tarief kunt plaatsen: je hoeft een aantal premies niet meer voor ze af te dragen.'

Voorspelling: 'In Nederland heeft de organisatie als eerste het anoniem solliciteren intern getest. Dit project wordt momenteel geëvalueerd. Is het succesvol gebleken, dan wordt dit verder uitgerold. Het blijft overigens lastig iets op Benelux-niveau te zeggen, omdat het bedrijf hier niks over publiceert. Wereldwijd ontginnen ze markten als India en China, net als Adecco. Deze grootste uitzenders doen het als eerste, de rest volgt.'

Zwartsenburg: 'Manpower hebben we niet officieel "under coverage". We mogen geen aanbevelingen doen.'

Geen voorspelling.