



nagenoeg voltooid. Wolters Kluwer is nu nagenoeg een 'pure play' in professionele informatie op het gebied van gezondheidszorg, financieel beheer en bestuur, belastingen, accounting, recht en rechtspraak. Van de omzet wordt 50 procent in de Verenigde Staten, 46 procent in Europa en 3 procent in Azië/Pacific behaald. Twee derde deel van de omzet betreft stabiele opbrengsten uit abonnementen, terwijl de rest betrekking heeft op losse verkoop.

Na het trauma dat Wolters Kluwer had opgelopen met de te dure overname van het Amerikaanse CCH was de lust tot nieuwe overnames in de jaren 2002 en 2003 nagenoeg geheel verdwenen. Pas in 2004 vatte de uitgever weer wat moed en in 2006 was het wat overnames betreft weer business as usual. Wolters Kluwer manifesteerde zich opnieuw in zijn rol van kralenrijger. In de afgelopen vijf jaar werden al met al weer zo'n 25 bedrijven overgenomen met een geschatte omzetbijdrage van circa 400 miljoen euro. In totaal werd hieraan 1,8 miljard euro gespendeerd. Iets meer dan de helft van deze investering kon worden gefinancierd met de verkoopopbrengst van de educatieve uitgeverij, de rest uit de ruime operationele kasstroom.

Van de recente acquisities geven het Amerikaanse UpToDate en het Duitse Addison Software goed aan in welke richting Wolters Kluwer verdieping en uitbreiding van bestaande informatiediensten zoekt. UpToDate levert medische informatie die wordt gebruikt bij het stellen van diagnoses en is daarmee goed voor een jaarmet van

circa 80 miljoen dollar. Addison Software ontwikkelt software voor de fiscale-adviespraktijk in de Duitse markt en behaalde hiermee in 2007 een omzet van 48 miljoen euro.

Wolters Kluwer publiceert evenmin als Reed Elsevier kwartaalcijfers en beperkt zich tot halfjaarrapportages. De cijfers over de eerste zes maanden van 2008 waren gedrukt door de forse waardedaling van dollar. De nominale omzet bleek te zijn gedaald met 4 procent maar gecorrigeerd voor het valuta-effect was er nog sprake van een omzetgroei van 4 procent, waarvan echter 3 procent moest worden toegeschreven aan acquisities, zodat autonoom nog slechts 1 procent resteerde.

Het operationele resultaat hield gelijke tred met de omzetgroei, waardoor de ebitmarge onveranderd uitkwam op 14,4 procent. Dankzij een daling met 8 procent van het aantal uitstaande aandelen en door toevoeging van goodwillamortisatie steeg de genormaliseerde winst per aandeel uiteindelijk nog met 7 procent.

In juli werd voor het hele jaar nog een autonome omzetgroei van circa 3 procent voorzien. Op die prognose moest de afgelopen maanden herhaaldelijk worden beknibbeld. Een marginale autonome omzetgroei lijkt nu voor dit jaar nog het hoogst haalbare. Om de winstgroei veilig te stellen werd in november een forse versterking van het lopende kostenbesparingsprogramma aangekondigd. Een personeelsreductie met circa 5 procent moet de jaarlijkse besparingen in 2011 brengen op 120 miljoen euro.

AANLEIDING TOT VEEL SCEPSIS

De beursprestaties van beide informatieconcerns waren door hun transformatie al sterk achtergebleven en door de kredietcrisis is nu ook het koersherstel van de afgelopen vijf jaar volledig tenietgedaan. Bij de huidige koers ligt Reed Elsevier op de helft van zijn top van tien jaar geleden, Wolters Kluwer zelfs op een derde van de toen bereikte beurspiek.

Zo'n trackrecord geeft onvermijdelijk aanleiding tot veel scepsis, niet alleen over de recessiebestendigheid maar zelfs over het langere-termijnperspectief. "Must have" is een aardige marketingslogan, maar doet deze term wel recht aan de economische onmisbaarheid van de geboden informatie? Voor de risicomanagementinformatie waarop Reed Elsevier zo zwaar heeft ingezet, kan die vraag na de recente ervaringen tijdens de kredietcrisis niet zonder meer bevestigend worden beantwoord.

De informatiediensten van Wolters Kluwer, vooral gericht op accountants, juristen en medici, lijken beter verankerd in het behoeft patroon van deze beroepsbeoefenaars. Reed Elsevier heeft nog een probleem in de vorm van de onverkochte bedrijfsbladen, die sterk afhankelijk zijn van advertentie-inkomsten. Daarnaast kan de financiering van Choicepoint in 2009 nog voor hoofdbreken zorgen. Beide fondsen zijn historisch laag gewaardeerd met een koers-winstverhouding van 8,9 voor Reed Elsevier en 9,7 voor Wolters Kluwer, op basis van de voor 2009 getaxeerde winst. Als er gekozen moet worden, gaat de voorkeur momenteel meer naar Wolters Kluwer uit. ■

REED ELSEVIER (REN.AS)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008T	2009T
Omzet (€ mln)	7.141	7.074	7.542	6.628	6.693	6.675	7.376
Ebit	935	1.126	1.225	1.231	1.296	1.400	1.512
Nettowinst	484	675	675	916	1.709	1.000	1.100
Nettowinst (genormal.)	1.125	1.010	1.101	1.170	1.244	1.182	1.250
EV/Balanstotaal	29,7%	20,9%	21,6%	21,6%	21,6%	21,5%	21,5%
Rendement TV	13,5%	13,2%	12,0%	10,3%	9,9%	10,2%	10,6%
Rendement EV	32,6%	43,1%	38,3%	36,8%	35,8%	31,3%	30,7%
Ebitmarge	13,1%	15,9%	16,2%	18,6%	19,4%	21,0%	20,5%
Nettowinstmarge	15,8%	14,3%	14,6%	17,7%	18,6%	17,7%	16,9%
WpA	€ 0,31	€ 0,43	€ 0,43	€ 0,59	€ 1,10	€ 0,77	€ 0,88
WpA (genormaliseerd)	€ 0,69	€ 0,64	€ 0,70	€ 0,76	€ 0,80	€ 0,91	€ 1,00
Uitst. aand. (mln)	783,3	783,3	783,1	772,1	774,9	650,0	625,0
Koers ult. & 2-1-09	€ 9,72	€ 10,03	€ 11,80	€ 12,93	€ 13,65	€ 8,85	
K/W	15,1	14,3	15,6	16,1	15,0	8,9	
Marktkapitalisatie (€ mrd)						5,8	