

met terugwerkende kracht, te verlagen. Zo is onder andere ProRail eropuit de tarieven voor spoorbeheer met 10 procent te reduceren. Daartegenover staat dat kan worden geprofiteerd van het intensiveren en naar voren halen van infrastructurele projecten ter stimulering van de economie.

De orderportefeuille van Grontmij blijft daardoor goed op peil. Begin dit jaar had Grontmij nog opdrachten ter waarde van een jaaromzet in portefeuille. Daarmee is echter geen garantie gegeven dat de omzet ten minste op het niveau van 2008 zal uitkomen aangezien het vaak om langjarige opdrachten gaat. De vraag naar duurzaam advies en ontwerp in de sectoren Milieu, Water en Energie neemt echter nog steeds toe. Ook voorziet Grontmij dat de markt voor infrastructuurprojecten in Europa onveranderd sterk blijft. De pijn zit echter bij de engineering- en adviesdiensten voor de private sector en met name in de bouw en industrie. Vooralsnog houdt Grontmij voor deze sectoren rekening met een omzetsdruk dit jaar van circa 50 miljoen euro.

Al met al zal 2009 voor Grontmij een 'uitdaging' jaar worden waarin de realisatie van de langjarige financiële doelstellingen, in ieder geval voor wat betreft de omzetgroei, even opgeschoven zal moeten worden. Dat mag echter geen reden voor grote zorg zijn. De winstgevendheidsdoelstelling die Grontmij eind 2008 nog in 2010 dacht te kunnen behalen – een operationele (ebita)marge van 8 tot 9 procent – zal wellicht nu in 2011 kunnen worden bereikt. Ook de nagestreefde omzetgroei met 10 tot 15 procent per jaar zal vermoedelijk vanaf dat jaar weer een realistische doelstelling zijn. Het ziet ernaar uit dat Grontmij dit en volgend jaar binnen de gestelde eisen voor solvabiliteit (25 tot 30%) en rentedekking (>5) zal blijven.

Over die ebitanorm van Grontmij is nog wel een opmerking op z'n plaats. Anders dan bij Arcadis geniet Grontmij een aanzienlijk winstaandeel uit niet geconsolideerde ontwikkelingen. Die winst wordt bij de operationele (ebita)winst geteld en vervolgens gerelateerd aan de concernomzet, waarin uiteraard de omzet van de deelnemingen niet is begrepen. Dat geeft een positieve vertekening van de winstgevendheid. In de bijgaande tabellen is daarom getracht hierdoorheen te kijken door voor beide bedrijven slechts de ebitmarge te berekenen op vergelijkbare grondslag. Hieruit blijkt dat de winstgevendheid van Arcadis over de jaren heen aanmerkelijk hoger ligt dan die van Grontmij.

GRONTMIJ (GRONT.AS)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
Bedrijfsopbrengsten (€ mln)	481,5	472,9	441,5	543,1	772,8	846,2	900,0	950,0
Projectkosten derden	-194,2	-184,3	-148,0	-158,6	-174,7	-182,3	-189,0	-190,0
Netto bedrijfsopbrengsten	287,3	288,5	293,5	384,5	598,1	664,0	711,0	760,0
Kosten omzet	-290,1	-275,2	-276,4	-361,7	-559,4	-611,5	-654,1	-703,0
Operationele winst (ebita)	-2,8	13,4	17,1	22,8	38,7	52,5	56,9	57,0
Amortisatie en bijz. waardevermind.	0,0	0,0	0,0	-2,9	-6,2	-6,9	-9,0	-10,0
Operationele winst (ebit)	2,8	13,4	17,1	19,9	32,5	45,5	47,9	47,0
Winst deelnemingen	9,2	2,5	0,7	8,4	14,5	12,7	10,0	10,0
Financieringsbaten/lasten	3,1	0,1	1,9	3,8	6,0	7,5	8,0	9,0
Winst voor belasting	3,3	15,7	15,9	24,4	40,9	50,7	49,9	48,0
Winstbelasting	1,8	6,9	4,9	4,5	9,3	-12,0	-12,8	-12,2
Buitengewone baten/lasten	-	2,6	2,2	2,1	1,1	0,0	0,0	0,0
Minderheidsbelang	0,2	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,5	-0,7	-1,0
Nettowinst	4,9	11,4	13,0	21,9	32,7	38,3	36,4	34,8
Ebitmarge	-1,0%	4,6%	5,8%	5,2%	5,4%	6,9%	6,7%	6,2%
Belastingdruk	31,3%	52,1%	32,4%	28,0%	35,0%	31,4%	32,0%	32,0%
Winst per aandeel	€ 0,31	€ 0,69	€ 0,81	€ 1,31	€ 1,84	€ 2,16	€ 2,05	€ 1,96
Dividend	€ 0,30	€ 0,44	€ 0,53	€ 0,75	€ 1,10	€ 1,15	€ 1,15	€ 1,15
Uitst. aandelen (in mln.)	16,2	16,2	16,2	16,7	17,8	17,8	17,8	17,8
Koers ult. & 3/7/09	€ 5,63	€ 9,98	€ 14,89	€ 22,09	€ 24,18	€ 17,51	€ 17,00	
K/W	18,5	14,2	18,5	14,8	11,0	8,1	8,3	8,5
Marktkapitalisatie (€ mln)							302,0	

OMVANG EN SPREIDING

Zoals eerder vastgesteld is zowel Arcadis als Grontmij de afgelopen vijf jaar voor beleggers een aantrekkelijk beleggingsobject geweest. De prima resultaten werden behaald in een periode waarin de markt voor ingenieursdiensten er uitstekend bij lag. De vooruitzichten onder de huidige, aanzienlijk moeilijker marktomstandigheden zijn echter een stuk ongewisser.

De infrastructuur- en milieumarkten houden zich, mede dankzij overheidsstimulering, goed maar de bouw en industriële projecten voor de private sector lopen klappen op. De marktrisico's nemen ontegenzeggelijk toe en onder deze omstandigheden beginnen omvang en internationale spreiding over activiteiten en markten wezenlijk verschil uit te maken. Arcadis is tweemaal zo groot als Grontmij en door zijn belangrijke activiteiten buiten Europa is er sprake van een betere risicospreiding dan bij Grontmij, dat geheel gefocust is op Europa.

Beide bedrijven laten niet het achterste van hun tong zien, maar Grontmij lijkt wat bezorgder dan Arcadis tegen de onmiddellijke toekomst aan te kijken. Dat blijkt ook uit het feit dat Grontmij zijn acquisitiestrategie voorlopig heeft opgeschort terwijl Arcadis zojuist nog de grootste overname

in zijn bestaan heeft gedaan. We moeten ervan uitgaan dat de winst bij Grontmij in de loop van 2009 wat onder druk komt, terwijl die van Arcadis nog een flinke impuls zal krijgen van de gunstige acquisitie van Malcom Pirnie. Het ziet ernaar uit dat de consolidatie van Malcom Pirnie vanaf 1 juli 2009 zal zorgen voor een aanzienlijke winstbijdrage.

Op de voor 2009 getaxeerde winst van 1,10 euro doet Arcadis tegen de huidige koers een koers-winstverhouding van 11,1 terwijl die van Grontmij 8,3 bedraagt. De laatste ligt daarmee circa 50 procent onder het gemiddelde waarderingsniveau van de afgelopen vijf jaar. Arcadis scoort momenteel 30 procent onder zijn gemiddelde waarderingsniveau. De markt velt daarmee in grote lijnen waarschijnlijk een juist waarderingsoordeel. Of daarin al de mogelijkheid is meegenomen dat Grontmij dit jaar de winst ziet dalen terwijl die voor Arcadis naar verwachting nog flink stijgt, valt te betwijfelen. Voor de korte termijn lijkt daarom het aandeel Arcadis over het beste perspectief te beschikken. Later in 2009, als het waarderingsverschil mogelijk al te ver ten gunste van Arcadis doorschiet, zal vermoedelijk een goed switchmoment optreden. ■