



van 2,2 miljard dollar werd 1,3 miljard dollar in contanten op tafel gelegd, wat geheel uit de beschikbare contanten kon worden gefinancierd.

Overigens was de riant kaspositie die ultimo 2009 circa 1,5 miljard euro bedroeg mede te danken aan een in oktober vorig jaar geplaatste converteerbare lening van 900 miljoen Zwitserse frank (660 miljoen euro), die na een looptijd van drie jaar verplicht in aandelen converteerbaar zal zijn. Tegen de huidige koers zal het aantal uitstaande aandelen daarmee met 16,5 miljoen toenemen. De overname is begin 2010 effectief geworden, zodat de liquiditeitspositie daardoor met ongeveer 1 miljard euro is afgenomen.

Het is duidelijk dat beide uitzenders elkaar nauwlettend in de gaten houden. Overigens wordt Randstad qua omzet op de hielen gezeten door het Amerikaanse Manpower. Door de recente zwakte van de euro ten opzichte van de dollar is Manpower in 2010 op gelijke hoogte met Randstad gekomen. Het zal van de verdere valutarontwikkeling afhangen wie zich de nummer twee van de mondiale uitzendsector zal mogen noemen.

Ook qua financiële positie lopen de twee niet veel meer uiteen nadat Randstad vorig jaar in staat was de rentedragende schuld te reduceren met 1 miljard euro. De solvabiliteit bedraagt daardoor nu 39 procent fractioneel, minder dan de 41 procent van Adecco. Als de eurocrisis geen roet in het eten gooit, mag voor beide bedrijven dit jaar op een herstel van de ebitamarge rond de 3 procent worden gerekend. In de navolgende drie jaar moet geleidelijk aan de nagestreefde marge van circa 5,5 procent kunnen worden gerealiseerd. Dat impliceert dat voor beide bedrijven eenzelfde fors winstherstel in het verschiet ligt.

Aan de uitzendmarkten zal het vermoedelijk niet liggen. Tot nog toe is het zo geweest dat na elke conjunctuurcyclus de penetratiegraad van uitzendwerk in de totale arbeidsmarkt toeneemt. Die penetratie is zelfs na een halve eeuw (uitzendpionier Frits Goldschmeding startte zijn bedrijf in

1960) nog zeer bescheiden en ligt slechts in de meest ontwikkelde uitzendmarkten boven de 2 procent. Demografische factoren (vergrijzing) en de na de jongste recessie waarschijnlijk verhoogde aandacht van bedrijven voor flexibilisering van de factor arbeid spelen de uitzendmarkten de komende jaren in de kaart.

Niet verwonderlijk, gelet op de onderlinge overeenkomsten, is dat ook de beurswaarden van de twee nagenoeg op een gelijk niveau liggen. Op basis van de voor dit en volgend jaar getaxeerde winsten bedragen de koerswinstverhoudingen voor beide rond de 20 respectievelijk 13,5. Extrapolatie van de te verwachten winstontwikkeling tot 2014, wanneer mogelijk een nieuwe piek in de volgende cyclus wordt bereikt, levert een koerswinstverhouding van 7 op. Een voorkeur is nauwelijks uit te spreken. Het is te proberen het beleggingsrendement te verhogen door af en toe te switchen bij onderwaardering van de een ten opzichte van de ander. ■

### ADECCO (ADE.PA)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	2011T
Omzet	17.239	18.303	20.417	21.090	19.965	14.797	17.500	20.000
Ebit	530	614	816	1.054	748	65	520	750
Nettowinst (€ mln)	332	453	611	735	495	8	360	550
Ebitmarge	3,1%	3,4%	4,0%	5,0%	3,7%	0,4%	3,0%	3,8%
Ebitamarge	3,1%	3,4%	4,0%	5,0%	3,7%	2,7%	3,0%	3,8%
Winst per aandeel	€ 1,69	€ 2,43	€ 3,14	€ 3,80	€ 2,71	€ 0,04	€ 2,00	€ 2,97
Dividend (CHF)	1,00	1,00	1,20	1,50	1,50	0,75	1,10	1,20
Dividendrendement	1,8%	1,8%	2,2%	2,7%	2,7%	1,3%	2,0%	2,2%
Uitst. Aandelen (mln)	201,3	196,5	196,5	195,3	184,9	177,6	180,0	185,0
Koers ult. & 18/6/10	€ 36,95	€ 38,71	€ 51,70	€ 36,93	€ 23,01	€ 37,50	€ 40,68	
K/W	20,9	15,9	16,5	9,7	8,5	--	20,3	13,7
Marktkapitalisatie (€ mrd)							7,2	
Werknemers (fte)	99.900	102.100	104.400	106.200	111.900	107.000	97.800	94.000
Omzet per werknemer (£ dzd)	189	180	187	190	185	200	213	213
Uitstaande aandelen	8.621	8.581	8.537	8.533	8.079	7.720	7.754	7.750
Winst per aandeel (pence)	16,8	17,9	17,4	33,4	21,5	-2,5	13,3	15,5
Dividend per aandeel (pence)	8,5	10,4	19,2	15,1	15,8	6,5	6,9	7,2
Koers per 31/3	£1,77	£2,06	£2,22	£3,04	£2,17	£0,78	£1,24	
K/W	42,7	10,7	18,7	9,1	10,1	-31,3	9,3	8,4
Dividendrendement	4,8%	5,1%	8,6%	5,0%	7,3%	8,3%	5,6%	5,6%
Marktkapitalisatie (£ mrd)							10,1	