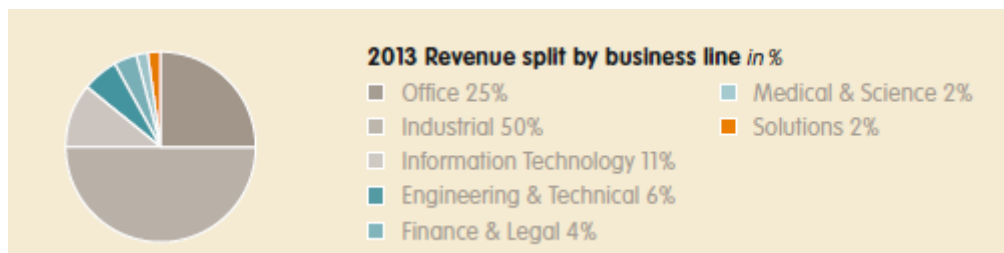


Adecco, het herstel is een feit advies: Kopen Koers: € 61,58

Conclusie:

- Adecco gaat de markt in 2014 positief verrassen
- Winst per aandeel zal komende jaren stijgen met als gevolg een daling van de K/W tot circa 12
Dividendrendement circa 3% met groei verwachting
- De groei van de WpA en dividend per aandeel wordt gesteund door inkoop eigen aandelen ter waarde van € 250 miljoen
- Kopen tot €65 verkopen boven de €70

Het Zwitserse Adecco is de grootste uitzendorganisatie ter wereld. Vanuit 5100 vestigingen overall ter wereld biedt het bedrijf zijn diensten aan aan meer dan 100 000 klanten. Ongeveer 90% van omzet behaalt Adecco door tijdelijke vacatures op te vullen. Maar het plaatst niet alleen medewerkers op tijdelijke basis, maar ook op permanente. Daarnaast verleent het bedrijf personele assistentie bij projecten, bij outsourcing en bij human resources. Dienstverlening aan de industrie is verreweg de grootste activiteit, gevolgd door office staffing. Daarnaast is Adecco nog op zes terreinen actief: Engineering & technical; Finance & Legal; Human capital solutions; information technology; medical & scientific en sales, marketing and events.



In 2013 telde het bedrijf wereldwijd 31 000 medewerkers. Op dagelijkse basis verschafte het werk aan meer dan 650 000 mensen.

Key figures for 2013

in EUR millions	FY 2013	Q4 2013	FY 2013	Q4 2013
	reported	reported	Constant currency growth	Constant currency growth
Revenues	19,503	4,983	-2%	4%
Gross profit	3,560	913	0%	7%
EBITA excluding restructuring and integration costs	854	238	9%	30%
EBITA	821	221	18%	61%
Operating income	779	210	21%	66%
Net income attributable to Adecco shareholders	557	174		

Het jaar van de ommekeer

Naar het zich laat aanzien was 2013 het jaar van de ommekeer voor Adecco en misschien wel voor Europa. Over heel dat jaar daalde de omzet gecorrigeerd voor valutaschommelingen met 2% tot een bedrag van € 19,503 miljard. De winst ging echter omhoog van € 377 miljoen naar € 557 miljoen. Dat is een stijging van maar liefst 47,7%. De

winst per aandeel ging met 54% nog sneller omhoog en steeg van \$ 2,00 naar \$ 3,08. Het dividend per aandeel steeg met 11% en kwam uit op € 1,63. De snelle stijging van de winst per aandeel is mede te danken aan een programma voor inkoop van eigen aandelen.

De sterke verbetering van de winstcijfers komen deels op naam van een straf programma voor kostenbeheersing, maar ook voor een omslag in de markt. Die omslag is goed terug te zien aan de uitkomsten over het vierde kwartaal. Die laten allemaal een dikke plus zien ten opzichte van een jaar eerder. Het was bovendien de eerste keer in twee jaar, dat Adecco twee kwartalen achtereen een verbetering kon noteren. Zonder meer verheugend waren de prestaties van de landen in Europa. Die lieten allemaal een fikse verbetering zien met uitzondering van Frankrijk, waar de resultaten nagenoeg gelijk bleven ten opzichte van een jaar eerder. Ook de prestaties in Noord Amerika vallen een beetje tegen. Noord Amerika en Frankrijk vertegenwoordigen samen wel meer dan 40% van de omzet van Adecco. Als het in die regio's minder gaat, drukt dat zwaar op het resultaat van Adecco. Dat geeft tegelijkertijd wel meer cachet aan de prestaties van de Zwitsers en de onderliggende kracht van het herstel van de markt in de overige regio's.

SEGMENT PERFORMANCE

Q4 2013

Revenues in percent	Revenues		EBITA *	
	EUR m	constant currency yoy growth	EUR m	margin
24% France	1,204	0%	63	5.2%
19% North America	928	3%	45	4.8%
10% UK & Ireland	501	7%	11	2.1%
8% Germany & Austria	425	10%	16	3.9%
5% Japan	270	-3%	17	6.4%
5% Italy	255	9%	14	5.5%
5% Benelux	252	12%	16	6.2%
4% Nordics	207	1%	5	2.4%
4% Iberia	177	10%	5	2.8%
2% Australia & New Zealand	89	-22%	1	0.8%
2% Switzerland	110	0%	11	9.6%
10% Emerging Markets	482	11%	19	4.0%
2% LHH	83	12%	23	27.5%
Corporate			(25)	
Adecco Group	4,983	4%	221	4.4%

* Including restructuring costs of EUR 10 million for France, EUR 2 million for North America, EUR 2 million for the UK & Ireland, EUR 1 million for the Nordics and EUR 2 million for Iberia.

Momentum loopt door in 2014

De uitkomsten over het eerste kwartaal van 2014 vormen de bevestiging van het vermoeden, dat de zaken een keer ten goede hebben gemaakt. Met een organische groei van 6% verraste Adecco de markt positief. Die had gerekend op een groei van 5%. De groei van Adecco bedroeg bijna het dubbele van concurrent Randstad, die in dezelfde periode 'slechts' 3,6% was.

Figuur 1 Prestaties per land en regio

% of revenues	Revenues		EBITA excluding restructuring costs ¹			
	EUR millions	Organic change yoy	EUR millions	Margin	Margin change yoy	
23%	France	1,056	1%	50	4.8%	230 bps
19%	North America	874	2%	36	4.1%	10 bps
11%	UK & Ireland	509	9%	10	1.9%	10 bps
9%	Germany & Austria	421	13%	27	6.5%	160 bps
5%	Japan	248	0%	12	4.8%	30 bps
5%	Italy	249	14%	12	4.8%	-10 bps
5%	Benelux	226	11%	8	3.4%	160 bps
4%	Nordics	195	10%	4	2.1%	270 bps
4%	Iberia	174	16%	6	3.2%	140 bps
2%	Australia & New Zealand	78	-21%	(1)	-1.4%	-250 bps
2%	Switzerland	93	4%	6	7.0%	-10 bps
9%	Emerging Markets	448	13%	15	3.3%	40 bps
2%	LHH	85	10%	27	31.5%	370 bps
	Corporate			(27)		
100%	Adecco Group	4,656	6%	185	4.0%	100 bps

Bijzonder goed waren de prestaties in Europa waar bijna alle landen groeicijfers van meer dan 10% lieten zien. De grote uitzondering in negatieve zin was opnieuw Frankrijk, waar de verbetering een magere 1% bedroeg. In alle landen en in alle regio's ter wereld was het vooral de industrie die het herstel torst. Gemiddeld genomen groeide daar de omzet met maar liefst 9%. Op zich is dat begrijpelijk. De industrie laat doorgaans als eerste herstel zien en is derhalve een *early indicator*. In die zin komt er dan ook goed nieuws uit Frankrijk. Daar steeg de vraag uit de industrie met 3%. Daar staat weer wel tegenover, dat industrie goed is voor 85% van de resultaten in Frankrijk. De geringe verbetering laat wel zien, dat het herstel in dat land nog op zijn best fragiel is. Anderzijds het was het eerste positieve resultaat sinds het derde kwartaal van 2013.

Figuur 2 Kerncijfers eerste kwartaal

in EUR millions	Q1 2014	Reported growth	Constant currency growth
Revenues	4,656	2%	6%
Gross profit	868	6%	10%
EBITA excluding restructuring costs	185	35%	41%
EBITA	180	42%	49%
Operating income	171	47%	54%
Net income attributable to Adecco shareholders	110	64%	

Dat neemt allemaal niet weg, dat Europa een organische groei liet zien van maar liefst 7%. Die sterke groei was wel nodig, want opnieuw viel de tweede grote markt, de VS, tegen. Daar bedroeg de groei een schamele 2%. Dat zou vooral toe te schrijven zijn aan het bijzonder strenge winterweer in de eerste twee maanden van 2014, waardoor de nodige bedrijven stil kwamen te liggen. Daarvoor gecorrigeerd zou de groei op 4% zijn uitgekomen en dat is in lijn met het langjarig gemiddelde.

Tenslotte doen de sterke groeicijfers van Adecco vermoeden, dat het bedrijf marktaandeel gewonnen heeft, bijvoorbeeld ten koste van Randstad.

Outlook

Adecco verwacht voor de rest van het jaar meer van hetzelfde. De maanden maart en april lieten gecombineerd opnieuw een groei van 6% zien. Maar misschien kan het bedrijf nog voor een plezierige verrassing zorgen. Zoals gezegd is Europa goed voor 65% van de omzet van Adecco. Als we naar de prestaties van de afzonderlijke landen kijken, dan valt op dat de resultaten in veel van die landen ongelooflijk omlaag getuimeld zijn. In Spanje bedraagt de achteruitgang meer dan 40%, in Frankrijk meer dan 30% en in het Verenigd Koninkrijk meer dan 25%. Dat betekent dat er nog een wereld is terug te winnen. Het impliceert dat zelfs een niet al te sterk herstel al stevig zal doorklinken in de cijfers van de komende kwartalen. Het zou niemand mogen verbazen als straks de groei uitkomt op 7% of misschien wel 8%.

Niet alleen is het een steile klim uit een diep dal, dat fors zal doortikken in de resultaten. Er is nog een argument dat pleit voor een forser herstel van de cijfers van Adecco. Dat argument heet het kwakkelend herstel van de brede economie in de meeste Westerse landen. Er is en er blijft bij veel ondernemers twijfel over de kracht en de duurzaamheid van het economisch herstel. Dat geldt eigenlijk voor alle landen in Europa die zich ontworsteld hebben aan de recessie, maar het gaat evenzeer op voor de Verenigde Staten. Die hebben de recessie weliswaar al enkele jaren achter zich gelaten, maar de groei wil maar niet structureel boven 2% - 2,5% uitstijgen. Op de arbeidsmarkt vertaalt zich die onzekerheid in het aanbod van veel part time banen en veel flex- en uitzendwerk.

Wie van verrassingen houdt, kan dus Adecco kopen. Daar komt nog bij dat het aandeel aantrekkelijk geprijsd. De verwachte k/w voor 2014 komt uit op 16X en in 2015 terug te gaan naar 13,6X. De k/w komt daarmee onder het gemiddelde van de cyclus van Adecco. Het aandeel is met andere woorden nog steeds goedkoop.

Adecco	2013A	2014E	2015E	2016E
Revenu	19,503	20,236	21,762	23,161
<i>% groei</i>		3,8%	7,5%	6,4%
EBITDA	0,955	1,121	1,28	1,398
<i>% groei</i>		17,4%	14,2%	9,2%
Pre-taks income	0,773	0,951	1,114	1,238
<i>% groei</i>		23,0%	17,1%	11,1%
Net income	0,587	0,684	0,801	0,89
<i>% groei</i>		16,5%	17,1%	11,1%
WpA	3,25	3,86	4,56	5,07
<i>% groei</i>		18,8%	18,1%	11,2%
DpA	1,63	1,83	2,03	2,24
<i>% groei</i>		12,3%	10,9%	10,3%
Rendement (%)	2,8	3,1	3,5	3,8
EBITDA margin %	4,9%	5,5%	5,9%	6,0%
Pre-taks margin%	4,0%	4,7%	5,1%	5,3%
Net margin %	3,0%	3,4%	3,7%	3,8%
Total debt/capital (%)	36,7	26,9	20,9	16,5
K/W	18	16,0	13,5	12,1