

## Interim (Europa)

### Sectoriële vergelijking (4 spelers)

#### Huidige toestand

##### Een sector die sterk afhankelijk is van de economische cyclus !

Na onze recente analyses van de banksector en de sector van de kapitaalgoederen is het nu de beurt aan een andere sector die ook bijzonder gevoelig is voor de economische cyclus.

##### ➤ Verband tussen de conjunctuur en de interimsector :

De interimsector zette zijn eerste schuchtere stappen in de jaren '20 in de Verenigde Staten in het kader van de industriële ontwikkeling en de massaproductie (=> Taylorisme). De moderne vorm van tijdelijk werk is pas echt ontstaan na de Tweede Wereldoorlog. Het doel ? Bedrijven toelaten om snel de explosief toegenomen orderboeken af te handelen met geschoolde en zeer snel beschikbare arbeidskrachten.

In de economische theorie stelt men dat tijdelijk werk meestal de eerste sector is om signalen van een vertragende economische groei te zien : werkgevers schroeven hun activiteiten terug als anticipatie op een daling van de finale vraag. Als zodanig zou de tijdelijke vraag naar arbeid de neiging hebben om vroeger en veel sneller te dalen dan de werkgelegenheid in het algemeen. Omgekeerd, wanneer de economie tekenen van herstel vertoont, zouden werkgevers meer geneigd zijn om uitzendkrachten te gebruiken.

Tabel 1 hieronder laat ons toe om wiskundig de correlatie (=> Pearson correlatiecoëfficiënt) te meten tussen de economische cyclus in de Verenigde Staten en de eurozone en de evolutie van de aandelenkoersen van Adecco Manpower, Randstad en USG People.

Tabel 1: economische cyclus vs. de interimsector\*

correlation coefficient	US Leading Economic Indicators YoY%	Eurozone Leading Eco. Indicator YoY%
Adecco	7%	40%
Manpower	25%	51%
Randstad	33%	68%
USG People	N/A	49%

De gegevens uit deze tabel bevestigen onze stelling van hierboven, namelijk dat er een positief verband bestaat tussen de economische cyclus en de evolutie van de interimsector op de beurs.

In aanvulling op deze algemene vaststelling onthouden we op het vlak van de *stock picking* dat er een significante correlatie is tussen de economische cyclus in de eurozone en de evolutie van de aandelen Randstad (r = 68%), Manpower (r = 51%), USG People (r = 49%) en een eerder positieve correlatie met het aandeel Adecco (r = 40%). Deze waarneming is weinig verrassend en afgeleid van het feit dat de eurozone de belangrijkste economische regio voor deze vier spelers is (zie tabel 2).

Tabel 2 : geografische verdeling van de EBITDA

EBITDA %	United States	Eurozone
Adecco	20%	50%
Manpower	20%	65%
Randstad	24%	68%
USG People	N/A	100%

Deze econometrische analyse vertelt ons dat het verloop van de economische cyclus (en dus van het "sentiment") een aanzienlijke impact heeft op de evolutie van de aandelen uit deze sector. Bovendien wordt door het *early-cyclical* karakter van de specialisten uit de interimsector verklaard waarom de bèta van deze aandelen zo hoog is : Adecco (1,31), Manpower (1,48), Randstad (1,35) en USG People (1,49).

##### ➤ Waardering :

- In aanvulling op de econometrische analyse zijn de waardering ratios van de vier spelers uit deze sector nog steeds op historisch aantrekkelijke niveaus.
- Op basis van de waardering ratios beschikken de vier aandelen nog steeds over opwaarts potentieel (zie pagina 2).

##### ➤ Besluit :

We kunnen stellen dat zolang het herstel van de economische cyclus in de eurozone aan de gang blijft de aandelen Adecco, Manpower, Randstad en USG People nog steeds hun plaats verdienen in een gespreide aandelenportefeuille.

\* De econometrische analyse werd uitgevoerd op maandelijkse basis tussen januari 2002 en mei 2015.



## Vergelijkende tabel

Spelers	Adecco	Manpower	Randstad	USG People
Aanbeveling LAB	<b>Opbouwen</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Houden</b>
Waardering	V	~	V	~
Sentiment	~	~	~	~
Timing	~	V	V	V
Fundamentals	V	V	V	~
Risico	~	~	~	~
Kapitalisatie	13.400 Mio CHF	7.070 Mio USD	10.110 Mio EUR	1.070 Mio EUR
Koers/Winst	15,10x	16,20x	15,40x	13,90x
Koers/Boekwaarde	3x	2,10x	2,60x	1,95x
Rendement	2,80%	1,10%	2,30%	1,25%
Nettoschuld	25%	2%	12,00%	33,00%
ROE	16,80%	14,50%	9,90%	5,40%
Intrinsieke waarde	82,40 CHF	94,10 USD	61,10 EUR	13,96 EUR
Potentieel	9,50%	7,00%	9,80%	5,60%

Page 2 of 2

**Waarschuwing** : De in dit document opgenomen informatie, interpretaties, schattingen en/of meningen zijn op betrouwbare bronnen gebaseerd. Nochtans kan Leleux Associated Brokers de accuraatheid of volledigheid van deze bronnen niet garanderen. De verspreiding van deze informatie is enkel indicatief en kan niet gelijkgesteld worden met een bod voor, noch verzoek tot verkoop van, koop van of inschrijving op enig financieel instrument in enige jurisdictie. De informatie opgenomen in dit document vormt geen beleggingsadvies, noch een hulp aan een beslissing met als doel het uitvoeren van transacties of het nemen van beleggingsbeslissingen. Leleux Associated Brokers s.a. biedt geen enkele garantie voor de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de inhoud of de opportuniteit van deze informatie waarvoor zij op geen enkele wijze verantwoordelijkheid draagt. Bovendien is deze informatie bedoeld voor algemene verspreiding en wordt geen rekening gehouden met de specifieke financiële kennis en ervaring van de lezer, noch met de financiële situatie, behoeftes of beleggingsdoelstellingen eigen aan elke belegger. In elk geval is het de lezer aangeraden andere informatiebronnen te raadplegen en contact op te nemen met zijn relatiebeheerder voor bijkomende informatie.

**Delaunay Arnaud**  
Financieel analist

