

komt wat Source+ doet, maar onze marges zijn wel stabiel.” Toch is de uitzender niet helemaal ongevoelig voor de grillen van de economie: in 2010 wordt een lagere omzet verwacht dan die in 2009 en de vraag is of de geringe en dalende rentabiliteit schokken kan opvangen.

Meer informatie dan een beknopte resultatenrekening wordt niet gegeven. Via de Kamer van Koophandel is toegang tot de eerder gedeponeerde jaarrekening van Source+ geblokkeerd en de nieuwe balans op groepsniveau is vanwege een noodzakelijke aanpassing aan IFRS-maatstaven nog niet gereed. Over de balans van Source+ wordt alleen gezegd dat daar eind 2009 een eigen vermogen van ongeveer 8 miljoen euro op geparkeerd stond. “Dat vermogen is gedaald door substantiële dividenduitkeringen, maar nog steeds ruim voldoende”, aldus het summere persbericht. Het is niet onwaarschijnlijk dat deze uitkering samenhangt met contractuele afspraken rond het vertrek van een voormalig bestuurder. In het bericht is een afvloeiingsregeling genoemd van 1 miljoen euro. Na deze bijzondere last komt de nettowinst uit op minder dan 1 miljoen euro.

#### HOOG SPECULATIEF GEHALTE

Vooralsnog zien beleggers het wel zitten. De koers van het aandeel is sinds 28 december opgelopen van 0,40 naar 1,61 euro. Dat lijkt wat overdreven. Ook De Vries wijst op de beperkte vrije verhandelbaarheid van 2,2 procent en geeft het aandeel “een hoog speculatief gehalte” mee. Beleggers moeten zich niet verkijken op de op het oog lage waardering van 0,65 keer de omzet over 2009. Ter vergelijking, TMC en DPA noteren 0,88 en 0,8 keer de omzet van 2009. Dit heeft alles te maken met het feit dat de marges van AamigoO een fractie zijn van de andere detacheerders. Voor AamigoO wordt ongeveer ruim 27 keer de brutowinst betaald, voor TMC en DPA respectievelijk 2,7 en 2,2 keer de brutowinst.

De omzet, maar vooral de marge, zal hard moeten groeien om deze waardering vast te houden. Source+ wil naar boven opschuiven in de bedrijfskolom (hogere marges) en de omzet laten groeien door nieuwe klanten. De katalysator daarvoor moeten de internetactiviteiten van AamigoO zijn, die “normaal gesproken hogere marges gaat realiseren dan Source+”.

Voor Value8 is de buit voorlopig binnen: als vergoeding voor de begeleiding van de beursintroductie heeft Value8 17 procent van de AamigoO-aandelen bedongen. ■

Door Willem Burgers  
Fondsbeheerder Add Value Fund

## Meevallende groei, hogere inflatie

**D**e cijfers van de Nederlandse uitzendmarkt over de maand december zijn een belangrijke ‘leading indicator’ voor de economische groei in het komende jaar. Wat opvalt aan deze decembercijfers, is dat niet alleen de volumestijging in de sectoren administratief en technisch personeel doorzet, maar dat ook de prijzen nu stijgen. Voor het eerst is in de huidige opgaande fase van de economische cyclus deze combinatie zichtbaar. Deze duidt op een aantrekkende economische groei die niet los kan worden gezien van de successen van de Nederlandse industrie (o.a. ASML, Philips, Imtech).

Echter, de voor het eerst gemelde prijsstijging van flexibele arbeid verdient speciale aandacht. De schaarste aan bekwaam en goed opgeleid personeel was in de jaren 2006 en 2007 een geregeld terugkerend agendapunt, maar raakte gedurende de kredietcrisis ver op de achtergrond. In 2011 zal deze discussie weer in het brandpunt van de belangstelling komen te staan. Niet in alle sectoren, want de bouw, de retail en de financiële bedrijven kreunen nog altijd onder de gevolgen van de krapte op de kredietmarkt. Maar met name in de productiebedrijven, waar ‘just in time’-leveranties cruciaal zijn, lijken loonstijgingen onvermijdelijk. Voorts valt de rappe stijging van de grondstofprijzen niet te negeren. De olieprijs is aardig op weg naar de psychologische grens van 100 dollar per barrel. Voor koper worden zelfs al recordprijzen betaald.

In het verlengde van een opwaartse druk op loonkosten en grondstofprijzen is een stijging van de rente mijns inziens onvermijdelijk. Dit is in beginsel geen goed nieuws voor aandelenmarkten. In deze fase van het economisch herstel ben ik niettemin toch positief gestemd over de vooruitzichten voor, met name, de eerste zes maanden van 2011. In de eerste plaats vindt de rentestijging plaats vanaf een historisch uiterst laag niveau. Ten tweede wordt de economische groei (nog) niet breed gedragen en ten derde zitten de meeste succesvolle Nederlandse ondernemingen zeer ruim bij kas. Daarbij komt dat de waarderingen van de meeste bedrijven, zeker in het licht van het aantrekkende winstmomentum en de (nu nog) lage rente, niet hoog zijn.

Deze verwachtingen leiden tot de conclusie dat de eerste helft van het aandelenjaar 2011 met enig vertrouwen tegemoet mag worden gezien. De taxaties van de meeste analisten zijn in mijn optiek bovendien aan de conservatieve kant. Van oververhitting in aandelenkoersen is, denk ik, nog allerminst sprake. Ik ga echter bewust niet verder dan een verwachting voor de eerste zes maanden van 2011 uit te spreken. Weliswaar groeit en bloeit het merendeel van de NV Nederland als nooit tevoren, de eerste tekenen van minder gunstige externe omgevingsfactoren zijn nu reeds zichtbaar. In combinatie met de voortdurende actuele discussie rond de houdbaarheid van de euro (Duitsland/Nederland versus PIIGS) is een negatief scenario voor aandelen in de tweede helft van 2011 dan ook zeker niet ondenkbeeldig. Houd dus de vinger aan de pols!

Ik wens u in elk geval een gezond, voorspoedig en, indien mogelijk, winstgevend 2011 toe. ■

