

## “Recticel ontwijkt de ijsberg”

*Uit het departement: “Zwak, maar beter dan verwacht”*



Recticel (+2,14%) had niet meteen de eer om fantastische cijfers op te biechten, maar deed niettemin beter dan wat analisten en beleggers gevreesd hadden. Geen daling op alle niveaus, maar wel relatieve stabiliteit. En een verlaging van de jaarvooruitzichten, maar ook dat was eerder een positieve verrassing, wegens “de zaken blijken onder controle”. Ietwat verrassend was ook de melding dat de verkoop van de auto-afdeling nog steeds op de agenda staat, ondanks de moeilijkheden in de wereldwijde autosector. Resultaat voor het jaareinde.

### Een relatieve meevaller in 1H19

De gecombineerde bedrijfskasstroom (REBITDA) daalde 15,4% tot 58,4 miljoen euro, meer dan de gevreesde terugval tot 53,6 miljoen euro. De nettowinst daalde na toepassing van IFRS16 met 0,6% tot 16,1 miljoen euro. Ook de balans leverde geen scheve schaats op: de nettoschuld steeg fors naar 183,6 miljoen euro, maar omvatte voor 110 miljoen euro IFRS 16-effecten. Dat wil zeggen dat de onderliggende schuld eigenlijk met 11 miljoen euro daalde, dankzij de gedeeltelijke verkoop van het belang in Proseat en een ondanks een stijging van het werkkapitaal (+8 miljoen euro).

in miljoen EUR	1H2018	1H2019 voor IFRS 16	Δ %	1H2019 na IFRS 16	Δ
	(a)	(b)	(b)/(a)-1	(c)	(c) - (b)
<b>Omzet</b>	<b>579,7</b>	<b>536,1</b>	<b>-7,5%</b>	<b>536,1</b>	<b>0,0</b>
Bruto winst	102,2	99,7	-2,4%	101,2	1,4
als % van de omzet	17,6%	18,6%		18,9%	
Inkomsten uit joint ventures en geassocieerde deelnemingen	7,5	4,8	-35,3%	4,8	(0,0)
<b>EBITDA</b>	<b>45,4</b>	<b>40,7</b>	<b>-10,3%</b>	<b>53,2</b>	<b>12,5</b>
als % van de omzet	7,8%	7,6%		9,9%	
<b>EBIT</b>	<b>29,1</b>	<b>23,2</b>	<b>-20,5%</b>	<b>24,7</b>	<b>1,6</b>
als % van de omzet	5,0%	4,3%		4,6%	
Financieel resultaat	(4,4)	(2,4)	-45,2%	(4,6)	(2,2)
Lopende en uitgestelde inkomstenbelastingen	(6,1)	(4,0)	-33,3%	(4,0)	0,0
<b>Resultaat over de periode (aandeel van de Groep)</b>	<b>18,7</b>	<b>16,7</b>	<b>-10,5%</b>	<b>16,1</b>	<b>(0,6)</b>
Resultaat over de periode (aandeel van de Groep) - basis (per aandeel, in EUR)	0,34	0,30	-11,2%	0,29	(0,01)

	30 Jun 18	30 Jun 19	Δ %	30 Jun 19	Δ
<b>Totaal eigen vermogen</b>	<b>254,7</b>	<b>266,5</b>	<b>4,6%</b>	<b>265,9</b>	<b>-0,6</b>
Netto financiële schuld <sup>5</sup>	104,3	73,8	-29,2%	183,6	109,8
<b>Schuldgraadratio (Netto financiële schuld/Totaal eigen vermogen)</b>	<b>41,0%</b>	<b>27,7%</b>		<b>69,1%</b>	
<b>Heffboomratio (Netto financiële schuld/EBITDA)</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>		<b>1,7</b>	

### Divisie-overzicht

Vooraf de afdeling “Flex Foams” hield de winstgevendheid op peil, terwijl de isolatiepoot het zwakke eendje bleek.

- **Flexibele schuimen:** De omzet daalde 13,1% tot 287,2 miljoen euro, terwijl KBCS een daling van 10,3% voor ogen had. De daling in tweede kwartaal bedroeg dus 12,8%, tegenover -7% verwacht. Dat is te wijten aan lagere volumes in de meubel- en automobiemarkten, terwijl dalende grondstofprijzen hebben geleid tot lagere verkoopprijzen. De bedrijfskasstroom (EBITDA) steeg wel 20,8% tot 31 miljoen euro, veel hoger dan de prognose van 20,2 miljoen euro), dankzij positieve mix (prijs & product) effecten en operationele verbeteringen.
- **Bedding:** De omzet daalde 3,8% tot 119,8 miljoen, minder erg dan de gevreesde terugval met 7,3%. Dat cijfer impliceert een groei in het tweede kwartaal van 3%, gedreven door merk volumes. De onderliggende EBITDA daalde met 13,4%, omwille van een lagere omzet en de opkomst van e-commerce).
- **Isolatie:** De omzet daalde 2,2% tot 129,8 miljoen euro, terwijl KBCS hoopte op een groei met 2,9%. De daling versnelde in het tweede kwartaal dus naar 7,3%, terwijl gehoopt werd op 2% groei, omdat lagere grondstofprijzen doorgerekend werden naar de klanten. De volumes zelf zouden meer dan 10% gestegen zijn. De EBITDA daalde 35,1% tot 16,7 miljoen euro, omwille van druk op de marges. Dat is te wijten aan extra vaste kosten in verband met de oplevering van de nieuwe fabriek in Finland en algemene lagere verkoopprijzen (omwille van lagere grondstoffenkosten en hogere concurrentiedruk). De winstgevendheid kwam aan het begin van het derde kwartaal weer op een normaal niveau uit.
- **Automotive:** De omzet daalde 5,3% op herberekende basis (omdat het belang in Proseat werd verkocht) naar 115,1 miljoen euro. Dat is een pak boven de verwachting van 106,2 miljoen euro, wat een daling in het tweede kwartaal met 3,5% impliceert. De EBITDA daalde met 29,3% op herberekende basis (Proseat). Die onderliggende terugval is te wijten aan een lagere vraag en hogere opstartkosten in de fabriek van Tuscaloosa.

### Verkoop van interiors

Interessant is dat Recticel liet weten dat het desinvesteringproces van Interiors blijft doorgaan, ondanks de huidige ongunstige marktomstandigheden. Naar verwachting zal dat proces rond het einde van het jaar een resultaat opleveren.

### Kingspan ?

De groep repte met geen woord over het nu ter ziele gegane bod van Kingspan. Die wilde de divisies ‘Isolatie’ en ‘Flexible Foams’ overnemen voor 700 miljoen euro. Ongevraagd, welteverstaan, en dus ook ongewenst. De Raad van Bestuur van Recticel, wees de vrijage af.

## Vooruitzichten voor 2019

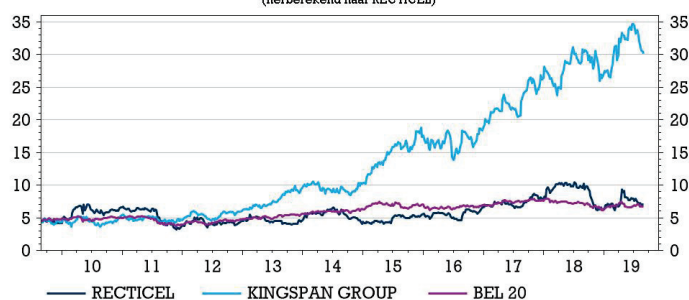
De jaardoelstellingen werden verlaagd van “een stijging van de gecorrigeerde bedrijfskasstroom EBITDA op organische basis” naar een cijfer dat vergelijkbaar zal zijn met dat van 2018. Een verlaging, ja, maar de analisten die het aandeel opvolgen hadden nog erger verwacht en dus is het in feite een opsteker.

## De visie van KBC Securities

KBCS blijft veel waarde zien in Recticel en herhaalt daarom het “Opbouwen”-advies met 10 euro koersdoel.

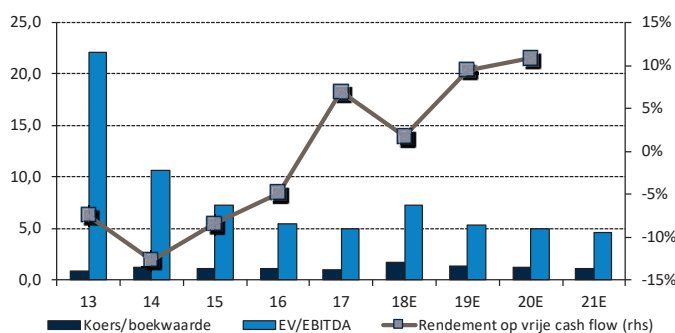
## Beursparcours Recticel

(herberekend naar RECTICEL)



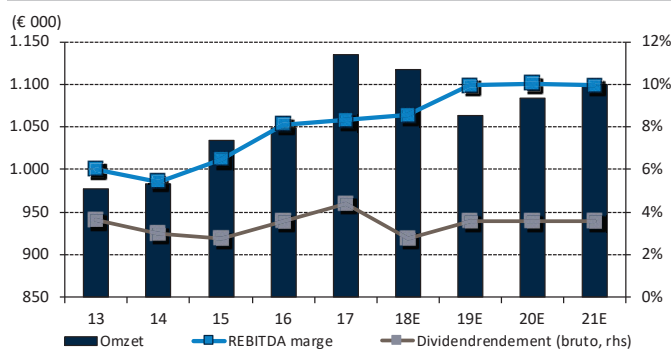
Bron: Refinitiv Datastream

## WAARDERINGSMULTIPLES Recticel



Bron: KBC Securities

## OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT Recticel



Bron: KBC Securities

Recticel	13	14	15	16	17	18	19E	20E	21E
Omzet	977	983	1.034	1.048,3	1.135,4	1.117,4	1.063,8	1.083,7	1.099,1
REBITDA (€m)	59	53	67	85,0	94,2	95,4	105,9	108,6	109,4
REBITDA marge	6,0%	5,4%	6,5%	8,1%	8,3%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%
Netto resultaat	-34	-10	4	16,3	23,9	33,6	35,1	36,7	37,9
							19E	20E	21E
P/E	17,4x	27,9x	14,9x	10,5x	8,3x	12,5x	11,0x	10,5x	10,2x
EV/EBITDA	22,1x	10,7x	7,2x	5,4x	4,9x	7,3x	5,4x	5,0x	4,6x
Koers/boekwaarde	0,8x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,8x	1,3x	1,2x	1,2x
Rendement op vrije cash flow	-7,5%	-12,7%	-8,4%	-4,9%	6,9%	1,7%	9,4%	10,8%	12,4%
Dividendrendement (bruto)	3,6%	3,0%	2,8%	3,6%	4,4%	2,8%	3,6%	3,6%	3,6%
							19E	20E	21E
Nettoschuld (€m)	138,8	168,7	99,1	109,9	87,3	90,5	146,1	118,3	84,5
Net debt/REBITDA	2,36x	3,17x	1,48x	1,29x	0,93x	0,95x	1,38x	1,09x	0,77x
							19E	20E	21E
Omzet-groei	-26,0%	0,7%	5,1%	1,4%	8,3%	-1,6%	-4,8%	1,9%	1,4%
REBITDA-groei	-35,3%	-9,2%	25,7%	26,9%	10,8%	1,3%	11,0%	2,6%	0,7%
Netto winstgroei	-295,5%	-72,1%	-136,5%	365,7%	46,6%	40,5%	4,6%	4,5%	3,3%

Bron: KBC Securities

**Auteurs:** Tom Simonts, Senior Financial Economist KBC Group  
**Bijdrage door:** KBC Securities  
**Gerelateerd:** [Recticel-motor hapert in derde kwartaal](#)

“The Front Row”



Tom Simonts  
Senior Financial Economist  
KBC Groep



E-mail:  
Tel:  
Mobile:

[tom.simonts@kbc.be](mailto:tom.simonts@kbc.be)  
+32 2 429 37 22  
+32 496 57 90 38

Address: KBC Groep  
Havenlaan 2 (GCM)  
B 1080 Brussels

Een samenwerking van KBC Groep.

Neem een kijkje op [www.kbceconomics.be](http://www.kbceconomics.be), [www.kbcsecurities.com](http://www.kbcsecurities.com) en [www.kbc.be](http://www.kbc.be)

In-/Uitschrijven op de mailing lijst van The Front Row?

Stuur een e-mail naar [frontrow@kbc.be](mailto:frontrow@kbc.be) met vermelding "The Front Row" en/of "Notendop".

#### Disclaimer

Deze publicatie vormt een algemene duiding van de economische actualiteit en kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies of als beleggingsaanbeveling met betrekking tot de beschreven financiële instrumenten, noch wordt er enige beleggingsstrategie voorgesteld. In sommige gevallen kan deze publicatie evenwel verwijzen naar en samenvattingen bevatten van beleggingsaanbevelingen van andere entiteiten van de KBC-groep.

De informatie opgenomen in deze publicatie mag worden hergebruikt, op voorwaarde dat dit wordt aangevraagd en dat KBC expliciet met dit hergebruik heeft ingestemd. Het hergebruik moet in ieder geval beperkt blijven tot de tekstuele informatie. KBC Bank heeft beroep gedaan op de door haar betrouwbaar geachte bronnen voor de informatie opgenomen in deze publicatie. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van de informatie wordt evenwel niet gegarandeerd. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in realiteit tot uiting zullen komen.

KBC Groep NV noch enige andere vennootschap van de KBC-groep (of enige van hun aangestelde) kunnen aansprakelijk gesteld worden voor enige schade, rechtstreeks of onrechtstreeks, die het gevolg is van de toegang tot, de consultatie of het gebruik van de informatie en de gegevens vermeld in deze publicatie of op de websites [www.kbc.be](http://www.kbc.be), [www.kbcsecurities.be](http://www.kbcsecurities.be), [www.kbcprivatebanking.be](http://www.kbcprivatebanking.be) en [www.kbceconomics.be/nl.html](http://www.kbceconomics.be/nl.html).

KBC Groep NV – onder toezicht van de FSMA – [www.kbc.com](http://www.kbc.com)