Gert De Mesure
Analist VFB

Recticel: bijna 30 % potentieel met conservatief koersdoel

Wat is Recticel?

RECTICEL IS EEN CHEMIEGROEP, actief in polyurethaan, voor meer dan 90% geconcentreerd in Europa. Deze grondstof wordt gebruikt in haar 4 segmenten, met name soepelschuim (42% van gecombineerde omzet in 2018), slaapcomfort (16% van omzet), isolatie (18% van omzet) en automobiel (24% van omzet).

HET BEURSPARCOURS VAN RECTICEL omschrijven kan met een woord: hobbelig. We moeten er direct aan toevoegen dat we geen steen werpen naar het management. Integendeel, het management doet wat het moet doen, maar wordt met de regelmaat van een klok geconfronteerd met externe omstandigheden die Recticel en zijn segmenten niet onberoerd laten.

Dit jaar lijdt Recticel onder de vertraging van de economische groei en van de lagere verkopen in de automobielsector wereldwijd. In het derde kwartaal resulteerde dat in een omzetdaling van 6,5% tot 293 miljoen euro, na 9 maanden is er een daling van 7,3% tot 924 miljoen euro. We overlopen de vier segmenten.

Soepelschuim: bestaat uit 2 deelsegmenten, enerzijds met 'comfort' dat zich voor een belangrijk deel op de meubelmarkt richt, anderzijds is dat 'technisch schuim' voor industriële toepassingen. Comfort heeft te lijden onder de vertragende economische groei, wat op de meubelmarkt weegt. De technische schuimen blijven goed presteren, maar kenden recent een iets zwakkere prestatie. Er zijn enkele toepassingen zoals geluidsisolatie die gericht zijn op de automobielsector en de mindere gang van zaken in die sector laat zich ook in dit deelsegment gevoelen.

Isolatie: dit is en blijft het meest beloftevolle segment van de groep. De volumes evolueren naar een recordniveau dit jaar dankzij een dubbelcijferige groei. Om de situatie vandaag te kunnen begrijpen, moeten we terug naar 2017. Toen werd Recticel getroffen door een tekort aan grondstoffen en exponentieel stijgende grondstofprijzen. Die hogere prijzen kon het wel doorrekenen, maar het geleverde volume was ontoereikend. De klanten liepen belangrijke vertragingen op en schakelden deels over naar andere isolatiesoorten (bv. glaswol). De polyurethaanisolatie van Recticel en zijn concurrenten verloor hierdoor marktaandeel. Nu de grondstoffenprijzen sterk dalen door de opstart van nieuwe capaciteit, wil de sector haar marktaandeel terugwinnen door de prijzen sterk te verlagen. Door een lagere verkoopprijs daalt de omzet (niet gecompenseerd door het hogere volume), alsook de marge.

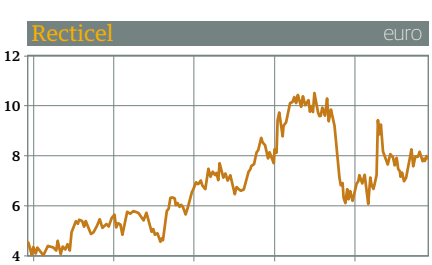
Slaapcomfort: dit segment heeft het de voorbije jaren allerminst goed gedaan. Ondanks het soms toch behoorlijke economische klimaat vielen de verkochte volumes tegen. De consument legde blijkbaar andere accenten in zijn bestedingspatroon. Daarnaast miste Recticel, net als zijn belangrijkste klant in Duitsland, de boot van e-commerce in huismerken voor matrassen. De nodige maatregelen werden genomen, zowel operationeel als commercieel en die lijken nu geleidelijk hun vruchten af te werpen.

"Voor ons hoeft de autoafdeling helemaal niet weg, want ze genereert mooie marges."

Automobiel: in de interieurbekleding voor auto's werden er in 2019 geen nieuwe contracten opgestart, zodat dit segment de dalende tendens van de automobielsector ten volle onderging. Recticel is ook actief in China met enkele contracten voor Europese merken en die leden ook onder de lagere verkopen in het immense land. Wat de beleggers waarschijnlijk het meest interesseert, is het lopende verkoopproces. Dat sleept lang aan, wat niet verwonderlijk is door de mindere gang van zaken in de sector. Het is niet uitgesloten dat de afdeling verkocht wordt met een minwaarde, als ze al verkocht raakt. Wat ons betreft, hoeft deze afdeling helemaal niet weg, want ze genereert mooie marges. Het is tevens ver van zeker dat Recticel de opbrengst van een eventuele verkoop snel en rendabeler

Gecombineerde omzet

(in miljoen euro)	KW1	KW2	KW3	9M
2018	345,3	337,5	313,9	996,7
2019	317,6	313	293,6	924,2
Δ18/19	-8,0 %	-7,3 %	-6,5 %	-7,3 %



zal kunnen inzetten. We wachten dus af wat de toekomst brengt. Naast interieurbekleding is Recticel ook al jarenlang actief in de productie van autozetelkussens. Dit gebeurde via een joint venture met het Canadese Woodbridge, dat 51% bezat, Recticel hield 49% aan. Recticel was er altijd van uitgegaan dat de Canadezen de volle 100% zouden willen verwerven, maar dat bleek niet het geval. Een andere oplossing werd gevonden waarbij Recticel eerst de 51% van Woodbridge verwierf, om dan nadien 75% van de gehele afdeling/groep te verkopen aan een Japanse partij. De bedoeling is dat de resterende 25% die Recticel nu nog aanhoudt, ten laatste in maart 2021 over zal gaan naar de Japanners.

In zijn trading update over het derde kwartaal (dus na 9 maanden in 2019) moest Recticel zijn verwachtingen verlagen. De aangepaste EBITDA zou met 5% tot 10% dalen in vergelijking met 2018, terwijl het eerder uitging van een stabiele evolutie. Dit is natuurlijk minder goed nieuws, maar wij zouden eerder de aandacht willen vestigen op de uitzonderlijke resultaten (kosten) die jaar na jaar de resultatenrekening teisteren. In 2016 ging het om 13,9 miljoen euro uitzonderlijke kosten/afwaarderingen (0,25 euro per aandeel), in 2017 was dat 18,4 miljoen (0,33 euro per aandeel), in 2018 ging het om 16,2 miljoen euro (0,29 euro per aandeel). We zijn er sterk van overtuigd dat een jaar zonder, of met veel lagere, uitzonderlijke kosten/afschrijvingen het beurssentiment tegenover Recticel gevoelig kan verbeteren. Ondertussen doen small caps het traditioneel minder goed in een omgeving van dalende economische groei.

Ondanks de iets minder dan verwachte cijfers voor 2019 behouden we ons conservatief koersdoel van maart 2019, te weten 10,10 euro.

Redactie 5 december
Koers Recticel 7,86 euro
www.recticel.com

MeDirect, dé Belgische fondsenbank

Een gespreid beleggingsplan zonder instap- en uitstapkosten.

Dat is een goed plan voor uw toekomst!

- Start met één van onze kant-en-klare beleggingsplannen.
- Of beleg zelf met keuze uit meer dan 500 fondsen van 60 gerenommeerde fondsenhuizen.
- En nu tot €500 welkomstpremie*

Afspraak op www.medirect.be

*Actie onder voorwaarden
MeDirect Bank NV – Keizerinlaan 66, B-1000 Brussel – RPR Brussel 0553.851.093
Contact – tel: 02 518 0000 – www.medirect.be – info@medirect.be – BTW BE 0553.851.093