

Gert De Mesure

Analist VFB



Recticel: dure grondstoffen en brand verhinderen feestcijfers

VOORALEER IN TE GAAN op de halfjaarcijfers gaan we snel even dieper in op de grondstoffenproblematiek, meer bepaald de markt van de isocyanaten. Voor zijn soepelschuim of de zachte schuimen in het algemeen, gebruikt Recticel TDI of toluendi-isocyaanaat. Voor zijn isolatie of de harde schuimen, wordt MDI of methyleendifenyldi-isocyaanaat gebruikt. Zowel de productie van TDI als van MDI had in de afgelopen twee jaar af te rekenen met diverse uitdagingen.

De productie van TDI kampte met productieproblemen bij Vencorex, Covestro en Shell, die overmacht inriepen. Daarnaast kende de nieuwe Duitse fabriek van BASF heel wat vertraging. Die werd recent eindelijk in gebruik genomen. Dat zou de druk op de marktprijs wat moeten verlichten in het vierde kwartaal van 2017 en zeker in 2018.

De productie van MDI kende gelijkaardige problemen: bij Wanhua in China was er een brand, Covestro riep overmacht in, Borsodchem had problemen met zijn grondstoffen en Huntsman werd langer dan verwacht gehinderd door een langere groot onderhoudsperiode in zijn fabriek dan verwacht. Ook hier komt productiecapaciteit bij en wel via Sadara uit Saoedi-Arabië. Niet vanaf 2016 zoals voorzien was: het is zomer 2017 geworden. Ook dat zou de prijsdruk in de volgende kwartalen moeten beperken.

Sinds begin 2016 steeg de prijs van TDI met 84%, deze van MDI met 61%. In feite bevonden de prijzen zich in de eerste helft van 2016 op relatief lage niveaus.

Mooie omzetgroei

DE HALFJAARCIJFERS DAN: IN de eerste helft van 2017 boekte Recticel een mooie omzet-

groei van 5,9%. De groei werd licht gedrukt (-1%) door de negatieve evolutie van wisselkoersen, vooral van het Britse pond. Zoals geweten is Recticel een cyclisch bedrijf waardoor het meer dan het gemiddelde bedrijf gemiddeld profiteert van de relatief goede economische groei in de eurozone. Drie van de vier segmenten realiseerden omzetgroei, alleen slaapcomfort bleef achter. Automobielen profiteerde van de opstart van nieuwe projecten.

De hogere omzet leidde niet tot een verbetering van de rendabiliteit. Integendeel, de groep leed onder de sterke stijging van de grondstoffenprijzen, zoals hierboven beschreven. Op recurrente basis, dus zonder uitzonderlijke elementen, daalde de bedrijfswinst (REBIT) met 11,9%. De REBITDA (recurrente operationele bedrijfs-cash-flow) ging 8,6% achteruit. De daling van de EBIT en de REBITDA kwam iets hoger uit, een gevolg van de hogere uitzonderlijke kosten. Een groot deel was gelinkt aan de brand in een Tsjechische fabriek. Niet door de herstellingkosten, want die zijn gedekt door een verzekering, maar wel door extra operationele kosten die nodig waren om de automobielklanten van Recticel te kunnen blijven beleveren.

Segmenten

SOEPELSCHUIM: KENDE EEN BEPERKTE omzetgroei doordat de omzet van de technische schuimen met 5,7% toenam terwijl de omzet van de comfortschuimen (bv. voor zetels), stabiel bleef. Voor de zwakke groei van de comfortschuimen heeft het management niet onmiddellijk een verklaring, het herstel van het consumentenvertrouwen heeft blijkbaar nog geen positieve impact op de aankoop van zetels en dergelijke. De technische schuimen (met een hogere toegevoegde waarde en dus hogere marge) blijven het goed doen, dankzij enkele mooie internationale contracten, maar de toename van de grondstoffenprijzen gooide dus roet in het eten. Die kunnen immers slechts met vertraging doorgerekend worden. Het management merkt ook op dat de joint-venture Eurofoam die hoge grondstoffenprijzen met teveel vertraging doorgerekend heeft.

SLAAPCOMFORT

KENDE OOK EEN TEGENSTRIJDIGE evolutie: de omzet van de eigen merken was stabiel, terwijl deze van de huismerken daalde met 8,1%, deels een gevolg van de afbouw van de verkoop van producten met een te

In miljoen euro	16H1	17H1	Δ16/17
Omzet (gecombineerd)	686,0	726,8	5,9 %
EBIT (gecombineerd)	27,6	22,2	-19,6 %
EBITDA (gecombineerd)	47,9	41,0	-14,3 %
REBIT (gecombineerd)	35,6	31,3	-11,9 %
REBITDA (gecombineerd)	54,8	50,1	-8,6 %
Financieel resultaat	-5,0	-2,1	n.r.
Belastingen	-4,2	-4,2	n.r.
Resultaat, deel groep	15,5	14,3	-7,7 %
Winst per aandeel	0,29	0,27	-7,7 %

geringe marge. Maar ook hier valt het achterblijven van de omzet op ondanks het gestegen consumentenvertrouwen. Het bedrijf merkt op dat de interne logistieke problemen die het bedrijf kende eind 2016, ondertussen opgelost zijn. In globo verbeterde de marge licht, door de afbouw van die lage-marge producten, door een daling van de marketinguitgaven en door de doorgevoerde kostenbesparingen in 2016.

ISOLATIE

DIT SEGMENT WERD HET sterkst getroffen door een gebrek aan grondstoffen, waardoor het volume gevoelig daalde. De hogere grondstoffeprijzen werden wel ten dele doorgerekend, waardoor de omzet toch nog hoger uitkwam. De rendabiliteit ging niettemin onderuit door de vertraagde

van 38,1% op in dit deelsegment. Tegen 2019 zouden de meeste nieuwe contracten op kruissnelheid moeten zijn, zodat er in 2018 en 2019 nog een mooie omzetgroei in het verschieft ligt. In 'seating' (zetelkussens, in joint-venture met Woodbridge) was er een omzetgroei van 7%, door een combinatie van hogere productievolumes

Globaal daalde de nettowinst van Recticel met 7,7% tot 14,3 miljoen euro. De betere financiële resultaten hielpen de bittere pil van de hogere grondstoffeprijzen verzachten.

Onze laatste update van Recticel dateert al van augustus 2016. Bij een koers van 5,30 euro toen hadden we een koersdoel van 6,70 euro. Dat koersdoel verhogen we nu tot 8,30 euro per aandeel, waarbij we uitgaan van een kleine verbetering van de EBITDA in 2017 tegenover 2016. Een herstel van de marktomstandigheden (lees normalisering van de grondstoffeprijzen) in 2018, kan de resultaten van Recticel ten goede komen en kan de weg effenen voor koersdoelen tot 9 euro. Het koersdoel van 8,30 euro houdt alleen rekening met een verbetering van de cijfers over 2017, een koersdoel van 9 euro integreert al de mogelijk betere cijfers voor 2018.



doorrekening van de hogere grondstoffeprijzen en door de lagere volumes. Daarentegen kondigt de tweede helft van 2017 zich heel sterk aan. Door de leveringsachterstand zullen ook de volumes in belangrijke mate toenemen. De rendabiliteit zal herstellen doordat de verkoopprijzen nu de hogere grondstoffeprijzen reflecteren. We kunnen nog meegeven dat de geplande uitbreiding van de Britse fabriek uitgesteld werd tot 2019. In 2018 komt er een nieuwe fabriek in Finland.

AUTOMOBIEL

HIER WEL EEN STERKE omzetgroei, en wel van 18,1%. De opstart van nieuwe contracten in 'interiors' en de daarbijhorende verkoop van de mallen leverde een omzetgroei

(de automarkt doet het niet slecht in Europa) en van hogere prijzen (ook onvoldoende doorrekening!). De rendabiliteit van dit segment kende een sterke verbetering (REBITDA +27,9%). De hogere grondstoffeprijzen hadden hier minder impact omdat ze een kleiner deel van de kostprijs uitmaken (geschat op 25% van het totaal, tegenover 70% voor soepelschuim).

Nettowinst daalt

JAMMER GENOEG REKENDEN DE twee joint-ventures van Recticel (in soepelschuim en in automobielseating) te traag de hogere grondstoffeprijzen door. Daardoor decimeerde de winstbijdrage uit de joint-ventures van 10,7 miljoen euro naar 1,5 miljoen euro!

Gecombineerde data

In miljoen euro	16H1	17H1	Δ16/17	16H1	17H1	Δ16/17
Soepelschuim	310,3	317,5	2,3 %	28,2	23,3	-17,2 %
Slaapcomfort	148,1	138,3	-6,6 %	7,9	7,7	-2,0 %
Isolatie	118,1	129,2	9,4 %	17,8	14,2	-20,2 %
Automobiel	146,9	173,5	18,1 %	10,5	13,5	27,9 %
Eliminaties/Corporate	-37,3	-31,7	n.r.	-9,6	-8,6	n.r.
Totaal	686,1	726,8	5,9 %	54,8	50,1	-8,6 %

Gert De Measure
Redactie 16 oktober 2017
Koers Recticel 8,15 euro.
www.recticel.com

