



Recticel: niet meer uit het nieuws te slaan

Wat is Recticel?

RECTICEL IS EEN PRODUCENT van polyurethaanschuimproducten, half en volledig afgewerkt. De groep telde eind 2020 4221 werknemers, verdeeld over 41 vestigingen in 20 landen. Deze bevinden zich vnl. in Europa, naast een beperkte aanwezigheid in Amerika en Azië (China en Indië) en Marokko. Recticel is actief in 3 toepassingsdomeinen: Soepelschuim (40% van omzet 2020), Slaapcomfort (30% van omzet) en Isolatie (30% van omzet).

DE VOORBIJE 2 JAAR is Recticel meer in de pers gekomen dan in de 20 jaren voordien. Zoals de kaarten nu liggen, zal dat er zeker niet op minderen. Voor de basis van al dat nieuws moeten we terug naar april 2019. Toen lanceerde de Ierse groep Kingspan een (ongevraagd) bod van 700 miljoen op de afdelingen isolatie en soepelschuim van Recticel. Kingspan spande hiervoor samen met de Oostenrijkse groep Greiner.

“De voorbije 2 jaar is Recticel meer in de pers gekomen dan in de 20 jaren voordien.”

De raad van bestuur verwierp het bod vanwege ‘onaantrekkelijk’ en een ‘ontoereikende prijs’. Daarenboven was Recticel al leermint opgezet met de démarche van het Oostenrijkse Greiner. Greiner was immers een partner van Recticel in de toenmalige joint-venture Eurofoam. Verder samenwerken in Eurofoam werd hierdoor heel moei-

lijk. De uitstap van Recticel uit die joint-venture lag dan ook snel op tafel. In april 2020 kondigde Recticel dan de verkoop van zijn 50%-belang in Eurofoam aan Greiner aan.

Op hetzelfde ogenblik werd ook de verkoop van de afdeling automobielinterieur-bekleding aangekondigd. De opbrengst van de 2 verkopen samen kwam uit op 210 miljoen euro. Waarschijnlijk werden beide transacties tegelijkertijd aangekondigd om de afzonderlijke bedragen niet te moeten bekend maken. Psychologisch was de verkoop van de afdeling automobielinterieur-bekleding niet onbelangrijk. Al in 2006 was er sprake om een partner aan te trekken, vanaf 2010 werd besloten om de afdeling volledig af te stoten. Na 10 jaar was het eindelijk zover.

Dankzij deze verkopen mocht Recticel dus een mooi bedrag op de rekening bij schrijven, met als gevolg dat er eind juni 2020 een netto cash positie (zonder leaseverplichtingen) was van 11,4 miljoen euro. We moesten wachten tot november 2020 vooraleer Recticel gebruik maakte van die gunstige financiële positie. Toen kondigde Recticel de overname aan van het Zwitserse FoamPartner voor een kostprijs (ondernemingswaarde, dus inclusief schulden) van 270 miljoen CHF, of 252 miljoen euro. FoamPartner is vooral actief in technische schuimoplossingen.

In februari 2021 bevestigde Recticel zijn intentie om zijn afdeling slaapcomfort af te stoten.

In maart 2021 werd een nieuwe, weliswaar kleinere, overname in Polen aangekondigd, met name van Gor-stal, dat actief is in de productie van PIR-isolatiepanelen met een jaaromzet van 16,7 miljoen euro en een EBITDA van 2,5 miljoen euro.

In mei 2021 volgde nieuws van een to-



Recticel stand op de VFB-Happening in 2019

taal andere aard. Bois Sauvage kondigde aan dat het haar belang van 27,03% in Recticel had verkocht aan Greiner en dit aan een koers van 13,50 euro. Greiner stelde toen al dat het een bod van 13,50 euro zou lanceren op alle aandelen in omloop. Natuurlijk was de raad van bestuur van Recticel niet opgezet met dit initiatief. Een ontmoeting met de Oostenrijkers leverde niets op. Recticel ging op zoek naar alternatieven.

“We waarden Recticel op 22,75 euro per aandeel, gevoelig meer dan de 13,50 euro van het bod van Greiner.”

Als alternatief voor dit vijandig bod waren er 2 mogelijkheden. Een eerste mogelijke optie was op zoek gaan naar een witte ridder die Recticel in zijn geheel zou overnemen, natuurlijk aan een hogere prijs dan deze van Greiner. Door het relatief hoge bedrag dat op tafel gelegd zou moeten worden (ongeveer 900 miljoen euro aan de huidige

beurskoers) werd niet onmiddellijk een geïnteresseerde partij gevonden. Een tweede mogelijke optie was de verkoop van een afdeling op een vriendschappelijke basis. Een geïnteresseerde partij werd gevonden in het Amerikaanse Carpenter, de wereldleider in soepelschuim met een omzet van 2 miljard USD en een belangrijke aanwezigheid in de VS alsook met vestigingen in enkele Europese landen. Op geografisch vlak is Carpenter heel complementair met Recticel, temeer omdat Recticel ook aanwezig is in Azië. Carpenter biedt 656 miljoen euro voor de afdeling soepelschuim, goed voor 11,65 euro per aandeel.

Op onze vraag of niets doen een optie was en hopen dat er niemand op het bod van 13,50 euro zou ingaan, kregen we het antwoord dat er zelfs bij een lage biedprijs altijd beleggers op het bod ingaan, met het risico dat Greiner dan een belang zou kunnen bekomen van meer dan 30%, waardoor het een zekere controle over Recticel zou kunnen verwerven.

Rekenen we verder naar de mogelijke totale waarde van Recticel, dan komen we uit op een waarde van 1,25 miljard euro, bestaande uit de 656 miljoen euro voor de afdeling soepelschuim (op basis van het bod), uit een geschatte 100 miljoen euro voor de afdeling slaapcomfort en uit een

geschatte 700 miljoen euro voor de isolatieactiviteiten, minus de netto financiële schuld van 206 miljoen euro. Per aandeel is dat 22,75 euro, gevoelig meer dan de 13,50 euro van het bod van Greiner.

“Wie graag van de mogelijke hogere waardering wil profiteren, weet wat hem te doen staat.”

Het verschil in waardering zit deels in de waardering van de isolatieactiviteiten. Greiner gaat uit van een waarde van 411 miljoen euro, terwijl de analistenconsensus uitgaat van een cijfer van iets meer 700 miljoen euro. Dit impliceert ruwweg een EBITDA-multiple van 12, hoger dan de multiple van soepelschuim, maar te verrechtvaardigen door het hogere groeipotentieel.

De verkoop van de soepelschuimafdeling aan Carpenter kan wel niet onmiddellijk afgerond worden. Er zijn eerst 2 obstakels die overwonnen moeten worden. Ten eerste moeten de concurrentieautoriteiten hun fiat geven, maar het resultaat hiervan ziet het management met vertrouwen tegemoet. Een tweede voorwaarde is dat deze transactie met Carpenter goedge-

keurd moet worden door de aandeelhouders op een bijzondere algemene vergadering. Voor de goedkeuring is een gewone meerderheid voldoende. Gaan we ervan uit dat Greiner tegen de transactie stemt met zijn belang van 27,03%, dan is een positieve stem van meer dan 27,03% van de uitstaande aandelen een noodzaak. Elke belegger met Recticel-aandelen die graag van de mogelijke hogere waardering wil profiteren, weet dus wat hem te doen staat. De noodzakelijke bijzondere algemene vergadering zou kunnen plaats vinden in de eerste helft van december 2021, meer informatie volgt later. We overwegen zelfs om een webinar te organiseren in de loop van de maand november.

Redactie 19 oktober 2021
Koers Recticel 16,80 euro



RE=
BEL
BY **Belfius**

Investeer resoluut
duurzamer
met **Re=Bel**

Nu toegankelijk voor iedereen
in de **Belfius-app**.

**THE INVESTMENT
APP — WITH A CAUSE.**