



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

RECTICEL

28 maart 2019

Koers	6,70
Aantal aandelen (m)	55,23
Marktkapitalisatie (m)	370,0

Eigen vermogen FY18	265,0
Netto fin. schuld FY18	84,6

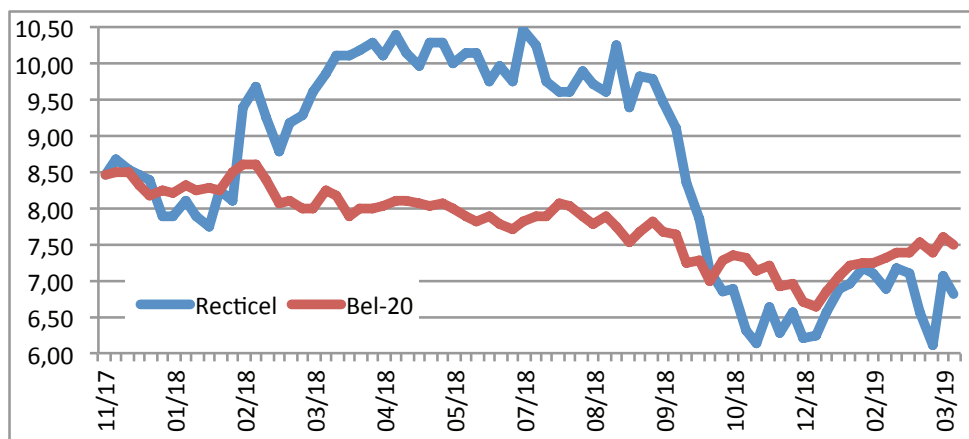
ROE '18	10,9%
---------	-------

(in miljoen EUR)	FY13*	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Bedrijfsopbrengsten	976,8	983,4	1.033,8	1.048,3	1.135,4	1.117,7	1.110,0
Groei in %	n.r.	0,7%	5,1%	1,4%	8,3%	-1,6%	-0,7%
EBIT	-20,89	8,78	23,20	39,20	44,90	42,90	50,00
EBIT%	-2,1%	0,9%	2,2%	3,7%	4,0%	3,8%	4,5%
EBITDA	13,60	36,80	52,97	72,70	82,80	80,50	87,00
EBITDA%	1,4%	3,7%	5,1%	6,9%	7,3%	7,2%	7,8%
Financieel resultaat	-11,35	-12,83	-12,50	-11,70	-4,70	-3,90	-3,40
Netto resultaat, deel groep	-36,14	-9,75	4,50	16,40	23,90	28,80	34,10

	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Winst per aandeel	-1,27	-0,34	0,10	0,31	0,44	0,53	0,62
Netto dividend	0,15	0,15	0,17	0,13	0,15	0,17	0,18
Koers/winstverhouding **	n.r.	-12,49	55,42	21,72	17,43	12,72	10,74
Dividendrendement **	3,2%	3,5%	2,9%	1,9%	2,0%	2,5%	2,7%

*: vanaf 2013 geldt een andere consolidatiemethode voor joint-ventures

** : op basis van koersen op het jaareind, voor 2018 en 2019E huidige koers



BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

Bedrijfsomschrijving

Recticel is een producent van polyurethaanschuimproducten, half en volledig afgewerkt. De groep telde eind 2018 8.472 werknemers, verdeeld over 97 vestigingen in 29 landen. Deze bevinden zich vnl. in Europa, naast een beperkte aanwezigheid in Amerika en Azië (China en Indië) en Marokko. Ze is actief in 4 toepassingsdomeinen:

- Soepelschuim (42% van gecombineerde omzet in 2018): vnl. half-afgewerkte producten in zacht polyurethaanschuim. De twee deeldomeinen zijn technische schuimen (sponzen, akoestische isolatie, filters, e.a.) en comfort (zitmeubelen en matrassen).
- Slaapcomfort (16% van omzet): ontwikkeling, productie en de commercialisering van volledig afgewerkte matrassen, latten- en beddenbodems.
- Isolatie (18% van omzet): productie van thermisch isolatiemateriaal voor de bouw. De tak industriële isolatie werd begin 2015 verkocht.
- Automobiel (24% van omzet): productie van zetelkussens en van interieurbekleding (dashboardhuiden en deurpanelen).

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Resultaten 2018

Recticel kon 2018 afsluiten met een 20,5% winststijging. De verbetering was wel uitsluitend het gevolg van niet-operationele elementen. Meer bepaald waren de betere financiële resultaten en de lagere belastingen verantwoordelijk voor de hogere nettowinst.

Om de operationele cijfers beter te kunnen begrijpen, maken we gebruik van de gecombineerde cijfers die de joint-ventures proportioneel consolideren (hun deel van de omzet, van het bedrijfsresultaat, enzoverder). De gecombineerde omzet daalde 0,9% tot 1.448,3 miljard euro. Na groei in het 1^e kwartaal (+4,6%) en het 2^e kwartaal (+3,6%), was er in het 3^e kwartaal een daling van 4,1%). De daling versnelde in het 4^e kwartaal tot -7,1%. Zonder de impact van wisselkoersverschillen (-0,9%) was de gecombineerde omzet quasi gelijk gebleven. De gecombineerde aangepaste EBITDA (d.i. zonder niet-recurrente elementen) daalde 1,6% tot 103,8 miljoen euro, de gecombineerde EBITDA ging 0,8% achteruit tot 93,4 miljoen euro. De gecombineerde aangepaste EBIT daalde 4,8% tot 63,3 miljoen euro, de gecombineerde EBIT verloor 2,2% tot 47 miljoen euro. We wijzen op het grote verschil tussen de gewone en de aangepaste cijfers, met name de niet-recurrente elementen/kosten die ook in 2018 relatief hoog uitkwamen.

De geconsolideerde omzet daalde 1,6% en dit vertaalde zich in een lichte achteruitgang van de EBITDA (-2,8%) en van de EBIT (-4,5%). We merken op dat de bijdrage uit de joint-ventures in 2018 sterk verbeterde na het heel tegenvallende 2017 (van 2,4 naar 10,2 miljoen euro). De uitzonderlijke elementen kwam ook in 2018 relatief hoog uit (-16,2 miljoen euro), doch lager dan in 2017 (-18,4 miljoen euro).

Het financiële resultaat verbeterde met 0,8 miljoen euro. Onderliggend daalden de rentelasten met 3,2 miljoen euro door een lagere gemiddelde schuld en een lagere rente. Daartegenover stond een toename van diverse andere elementen (van +1,8 miljoen euro in 2017 naar -1,3 miljoen euro in 2018) zoals pensioenlasten (rentekapitalisatie) en wisselkoersverschillen.

in miljoen euro	2017	2018	Δ17/18
Omzet	1135,4	1117,7	-1,6%
EBITDA	82,8	80,5	-2,8%
EBIT	44,9	42,9	-4,5%
<i>o.a. bijdrage joint-ventures</i>	2,4	10,2	325,0%
<i>o.a. uitzonderlijke elementen</i>	-18,4	-16,2	n.r.
Fin. resultaat	-4,7	-3,9	n.r.
Belastingen	-16,2	-10,2	n.r.
Resultaat, deel groep	23,9	28,8	20,5%
Winst per aandeel	0,44	0,53	20,5%
Netto financiële schuld	117,5	104,3	-11,2%

De belastingen vielen sterk terug, maar dit was gewoon het gevolg van een te hoog cijfer in 2017. Toen noopte de verlaging van de Belgische vennootschapsbelasting Recticel tot het afboeken van uitgestelde belastingen (verrekening van overdraagbare verliezen kwam lager uit). In 2017 ging het om 11 miljoen euro, in 2018 was dat 6,4 miljoen euro. Door het betere resultaat en de lagere belastingen verbeterde het resultaat met 20,5% tot 28,8 miljoen euro.

Gecombineerde data (in miljoen euro)	Omzet			Aangepaste EBITDA		
	2017	2018	Δ17/18	2017	2018	Δ17/18
Soepelschuim	626,1	621,5	-0,7%	40,6	41,5	2,2%
Slaapcomfort	272,1	243,8	-10,4%	15,1	6,8	-55,0%
Isolatie	272,3	271,2	-0,4%	40,3	44,7	10,9%
Automobiel	350,4	363,9	3,9%	25,6	25,9	1,2%
Eliminaties/Corporate	-60,1	-52,1	n.r.	-16,1	-15,2	n.r.
TOTAAL	1460,8	1448,3	-0,9%	105,5	103,8	-1,6%

Op segmentvlak merken we heel uiteenlopende prestaties. Hieronder gaan we dieper in op elk segment afzonderlijk.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Soepelschuim: de omzet ging een lichte 0,7% achteruit, vooral door een negatieve wisselkoersimpact (-1,3%). In technische schuimen was er 2,5% groei, in schuim voor slaapcomfort was er een 3% daling. De expansie via conversiefabrieken in China en Marokko verloopt vlot. De aangepaste EBITDA verbeterde dankzij een betere productmix, lagere grondstoffenprijzen en betere cijfers van de joint-venture Eurofoam. Het segment had wel af te rekenen met voor 8,5 miljoen euro uitzonderlijke kosten (was 10 miljoen euro in 2017) die op de EBITDA wogen. Het betrof kosten voor de sluiting van fabrieken in Nederland en Spanje. Er waren ook voor 4,9 miljoen euro niet-recurrente afschrijvingen.

Slaapcomfort: kende in 2018 een tegenvallende omzetonwikkeling, de omzet daalde 10,4%, een daling die zich in de twee jaarhelften ongeveer in dezelfde mate manifesteerde. Er was een lichte verbetering merkbaar in het vierde kwartaal. De huismerken zagen de omzet 15,1% achteruitgaan, de eigen merken kenden een 7,4% terugval. De beddenmarkt in zijn totaliteit kende een slecht 2018, in Duitsland daalde de markt 15% in waarde, in andere Europese landen viel de achteruitgang lager uit. Als redenen haalt het management concurrentie van e-commerce aan, evenals de warme zomerperiode. De aangepaste EBITDA daalde 54,7%, de EBIT ging van 0,6 miljoen euro in 2017 naar -2,1 miljoen euro in 2018. Zo werden er voor 4,4 miljoen euro herstructureringskosten geboekt (sluiting van een Duitse fabriek), alsook waren er lanceringskosten m.b.t. een nieuw productgamma met het nieuwe Geltex 2.0.

Voor 2019 voorziet het management een herstel van de volumes, maar zeker niet tot het niveau van 2017. De productmix evolueert in de goede richting, wat de marges ten goede zal komen. Ook wil Recticel haar klanten met e-commerce initiatieven ondersteunen. Zelf zet de groep een eigen initiatief op in een Oost-Europees land waar het geen klanten heeft.

Isolatie: de omzet nam een beperkte 0,4% af, bijna uitsluitend het gevolg van negatieve wisselkoersoluties (-0,3%, vnl. het GBP). Doorheen het jaar herstelden de volumes geleidelijk, doch evenaarden ze nog niet het niveau van 2017. De omzet in waarde nam wel af door de doorrekening van de lagere grondstoffenprijzen. De aangepaste EBITDA verbeterde 10,8% dankzij een betere productmix, operationele efficiëntie en lagere grondstoffenprijzen. In oktober 2018 werd de nieuwe Finse fabriek in gebruik genomen, de opstartkosten hadden een negatieve impact op de aangepaste EBITDA. Vanaf 2020 verwacht het management een positieve bijdrage van deze fabriek. Daarnaast verhoogde Recticel zijn belang in het Sloveense Turvac van 50% naar 75%. Turvac is een product van vacuüm isolatiepanelen.

Automobiel: omzetgroei van 3,9%, wisselkoersen hadden een negatieve impact (-0,7%). In interiors was er een 6,6% groei dankzij de opstart van nieuwe contracten, in seating was dat +0,7%. Na een sterke eerste jaarhelft met 12,9% omzetgroei, was er in de tweede jaarhelft een omzetzdaling van 4,9%. De aangepaste EBITDA nam 1,2% toe. De EBITDA zelf werd positief beïnvloed door voor 4,5 miljoen euro uitzonderlijke positieve elementen (was -0,4 miljoen euro in 2017). Recticel kondigde een dubbele transactie aan m.b.t. de joint-venture in autozetels Proseat. Eerst kocht Recticel de 49% in handen van Woodbridge om zijn belang op 100% te brengen. Nadien verkocht het 75% aan het Japanse Sekisui Plastics. Recticel heeft een optie om de resterende 25% binnen 3 jaar te verkopen. De verkoop zal 21 miljoen euro cash opleveren. De verkoop van interiors daarentegen blijft aanslepen. Door de lagere verkopen in de automobiemarkt is het aantal geïnteresseerden gedaald, ook de prijs is lager komen te liggen. Het management wijst op het feit dat er 11 productieprogramma's lopen en dat de business cashpositief is na de hoge investeringen in 2016 en 2017.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Conclusie

Bij Recticel zijn er 2 zekerheden. De eerste zekerheid is dat er elk jaar wel uitzonderlijke kosten zijn, waardoor sommigen stellen dat die kosten op de lange duur niet meer uitzonderlijk zijn. De tweede zekerheid is de economische onzekerheid die op tijd en stond de kop opsteekt. Die onzekerheid kan dan betrekking hebben op de evolutie van de grondstoffenprijzen, of op economische gebeurtenissen.

In die zin kondigt 2019 zich iets minder makkelijk aan. De tweede helft van 2018 evolueerde allerminst gunstig (voor enkele segmenten) en van een echt herstel is nog geen sprake. Dit betekent dat de iets mindere cijfers van de eerste helft van 2019 vergeleken zullen worden met een relatief goede eerste helft van 2018. De tweede helft van 2019 zou dan beter moeten worden en die wordt dan vergeleken met een mindere tweede helft van 2018.

We zijn inderdaad voorzichtig en dat was ook de boodschap van het management. Onderliggend zien we wel een belangrijk potentieel. Het wegvallen van uitzonderlijke kosten kan de netto winst makkelijk 20% à 25% hoger tillen. Ook verwachten we in 2019 een positieve impact van de doorgevoerde herstructureringen in 2018 in de segmenten soepelschuim en slaapcomfort. Gecombineerd met een zekere normalisering in de automobielsector kan dat de winst per aandeel naar 0,80 euro of zelfs 0,90 euro tillen. Maar dit zal niet voor 2019 zijn, vrezen we, door de zwakke start van het jaar.

In onze verwachtingen voor 2019 (zie blad 1) gaan we heel voorzichtig uit van een halvering van de uitzonderlijke kosten van 2018. Zoals gezegd ligt het onderliggende potentieel hoger.

We behouden het koersdoel van 10,10 euro van augustus 2018 (zie analyse op www.vfb.be).

Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.