

Recticel: verkoop van belang in joint-venture en van een afdeling (8 april 2020)

Inleiding

Reeds in 2006 sprak het management over het aantrekken van een partner voor haar afdeling auto-interieurbekleding (oorspronkelijk 'spray' genoemd). Vanaf 2010 werd er dan eerder gekeken naar het afstoten van die activiteit. Het is maar pas deze week dat Recticel erin slaagt is de verkoop af te ronden.

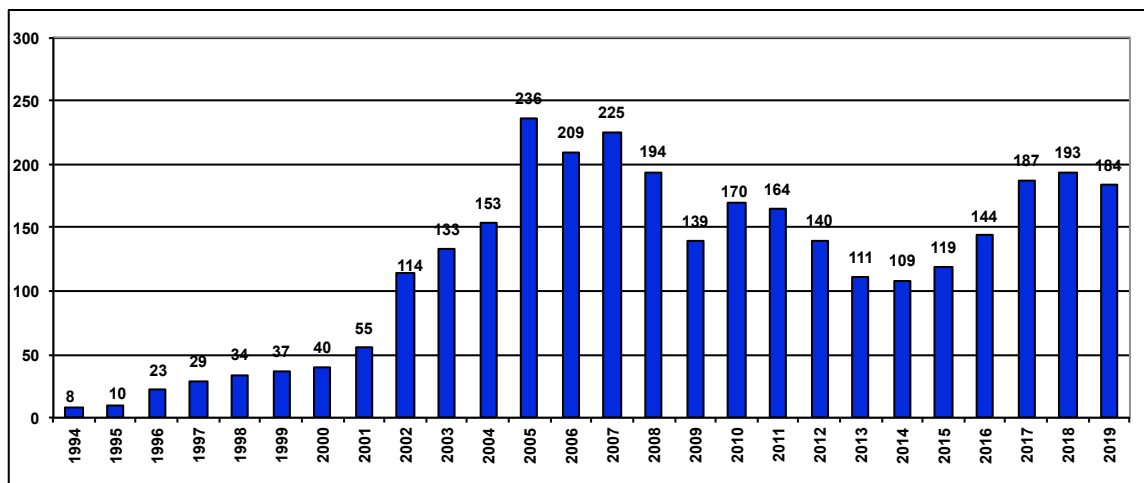
Heel verrassend is dat de aankondiging van die verkoop gepaard ging met de melding van een andere desinvestering, namelijk van het belang van 50% in de joint-venture Eurofoam, actief in soepelschuimtoepassingen.

De gelijktijdige aankondiging liet Recticel toe om een enkele verkoopprijs (210 miljoen euro) en een enkele meerwaarde (85 miljoen euro) bekend te maken, de prijs van de transacties individueel werd dus niet mede gedeeld. Ook over de min/meerwaarde van de individuele transacties werden geen details verschaft.

Auto-interieurbekleding of 'interiors'

Begin de jaren negentig in de vorige eeuw had Recticel een spuittechnologie ontwikkeld op basis van polyurethaan die het mogelijk maakte om (kleurvaste) 'huiden' te produceren voor de binnenbekleding van auto's, dit als alternatief voor PVC-toepassingen. Een eerste contract werd binnengehaald en in 1994 was de eerste omzet van 8 miljoen euro een feit. Snel volgden er nieuwe contracten met een sterke omzetgroei tot gevolg. In 2002 was de omzet reeds gestegen tot 114 miljoen euro en op de analistenvergadering van maart 2003 werd voor het jaar 2007 een omzet van 300 miljoen euro vooropgesteld, voor 2010 was dat zelfs 500 miljoen euro. Maar relatief snel doken er problemen op, o.a. in de V.S., die het bedrijf veel geld kostten en die de groei-ambities op een lagere pitje zetten.

De financieel-economische crisis van 2008/09 gooide nog meer roet in het eten, waardoor er weinig nieuwe contracten binnen gehaald werden. De afloop van de bestaande contracten leidde dan weer tot een gestage daling van de omzet na deze crisis.



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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

Die omzet daalde tot een dieptepunt van 109 miljoen euro in 2014, maar toen werd opnieuw sterk ingezet op het binnenhalen van nieuwe contracten, niet alleen in Europa, maar ook daarbuiten en dit met ondersteuning van een verbeterde 'spray-technologie'. Dat lukte ook en opnieuw investeerde de groep belangrijke bedragen voor de opstart van die nieuwe contracten in 2016 en 2017. De omzet nam geleidelijk toe en piekte in 2018 op 193 miljoen euro. In 2019 was er een daling naar 184 miljoen euro door de zwakkere verkopen op de Chinese en Europese automobiemarkten.

De rendabiliteit van deze afdeling is altijd een goed bewaard geheim gebleven, omdat de cijfers in het segment automobiel gemengd waren met andere specialiteiten, o.a. zetelkussens. Behalve dan in 2019 na het afstoten van de joint-venture in zetelkussens Proseat. Dit leerde ons dat op een omzet van 183,5 miljoen euro er een aangepaste EBITDA van 14,4 miljoen euro gerealiseerd werd, goed voor een aanvaardbare marge van 7,8%. Veel minder goed is de aangepaste EBIT die in 2019 slechts 0,9 miljoen euro bedroeg. Aan de basis hiervan liggen de torenhoge afschrijvingen.

En dit is het pijnpunt van de activiteit auto-interieurbekleding, met name de heel hoge investeringen. Voor elk contract met een looptijd van 6 à 7 jaar, afhankelijk van het succes van een bepaald automodel, moet er steeds een volledig nieuwe productie op poten gezet worden. Daarenboven is het eerste jaar van zo'n contract sterk verlieslatend door de opstartproblemen en de hoge afval, terwijl de laatste jaren van dergelijk contract ook minder rendabel zijn door de dalende verkoop van een relatief verouderd automodel.

De nood aan zware investeringen maakt dat deze activiteit een veel lager rendement op ingezet vermogen heeft, dan de andere afdelingen van Recticel. Voor Recticel dat altijd een relatief hoge financiële schuld heeft gehad, waren die hoge investeringen een belangrijke handicap.

Dat de verkoop een heel lange tijd heeft aangesleept, had niet alleen met die hoge investeringen te maken, maar ook met de structuur van de markt van autoleveranciers. Zo was Recticel met zijn auto-interieurbekleding een Tier 2-leverancier aan Tier 1-leveranciers van de grote automerken, terwijl die Tier 1-leveranciers veelal ook concurrenten waren, omdat ze zelf auto-interieurbekleding (bv. op basis van PVC) leverden.

Begin maart werd dus de verkoop aangekondigd. Koper is de Duitse private groep Admetos die in een eerste fase 51% van de activiteiten zal verwerven, Recticel behoudt aldus 49%. In maart 2024 heeft Admetos dan het recht (call) om die 49% te kopen, Recticel heeft een recht (put) om die 49% te verkopen aan Admetos en dit aan een bepaalde EBITDA-multiple.

Recticel heeft nu dus die 51% verkocht en dit met een zekere minwaarde (zie verder). De hoop is natuurlijk dat in maart 2024 voor de overige 49% een hogere waardering uit de bus komt om een nieuwe minwaarde te vermijden. Dat is uitdagend, want in de eerstvolgende jaren lopen diverse contracten af (omdat de betreffende automodellen vervangen zullen worden) en de vraag is of er voldoende nieuwe contracten binnen gehaald kunnen worden. En gelet op de opstartverliezen bij elk nieuw contract heeft Recticel er alle belang bij dat er zo snel mogelijk nieuwe contracten gewonnen worden. De hoop is natuurlijk dat Admetos met zijn contacten in de automobielwereld nieuwe opportuniteiten detecteert en omzet in contracten.

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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

Eurofoam

Deze joint-venture werd in 1993 opgericht samen met het Oostenrijkse Greiner, met andere woorden de Oostenrijkers zijn dus gedurende 27 jaar een trouwe partner geweest van Recticel. Geografisch richt Eurofoam zich op Duitstalig Europa en Centraal- en Oost-Europa (14 landen). Het productgamma is vergelijkbaar met dat van de soepelschuimafdeling van Recticel.

Begin 2019 kwam er ruis op de relatie tussen Recticel en Greiner. Kingspan had aan de raad van bestuur van Recticel een overnamebod voorgesteld om op die manier de hand te kunnen leggen op de succesvolle isolatiedochter van Recticel, de volledige soepelschuimafdeling zou dan doorgeschoven worden naar Greiner.

De raad van bestuur wees dat overnamebod van Kingspan af en was allerm minst opgezet met de demarche van Greiner. Gelukkig heeft die spanning niet negatief afgestraald op de joint-venture Eurofoam van beiden, Eurofoam zou naar verluidt in 2019 betere cijfers dan in 2018 neergezet hebben. Recent zou Greiner dan een mooi bod op tafel gelegd hebben voor de overname van de overige 50% van Eurofoam en daar is Recticel op ingegaan.

Tabel: financiële data Eurofoam (aan 100%)

(miljoen euro)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omzet	386,3	396,6	373,1	378,2	410,8	418,7
Netto winst	23,2	16,0	21,8	23,7	5,4	21,7
Eigen vermogen	126,9	126,5	138,1	148,6	144,6	152,5

De cijfers over 2019 zijn nog niet publiek, hiervoor moet gewacht worden op de publicatie van het jaarverslag. Voor de berekening van de mogelijke verkoopprijs en de meerwaarde gebruiken we een EBITDA van 38 miljoen euro, een netto financiële schuld van 10 miljoen euro en een boekwaarde of eigen vermogen van 170 miljoen euro.

Verkoopprijs en meerwaarde

Recticel meldt dat de totale verkoopprijs van de 50% van Eurofoam en de 51% van de auto-interieurbekleding 210 miljoen euro bedraagt, de meerwaarde op beide transacties zou op 85 miljoen euro uitkomen, met dien verstande dat er op Eurofoam een meerwaarde is en een minwaarde op de auto-interieurbekleding. We gingen aan de slag met de beschikbare gegevens met de bedoeling om uit te komen op de bekend gemaakte verkoopprijs en meerwaarde.

Via de 'trial & error' methode berekenden we dat de waardering van Eurofoam in de buurt ligt van een EV/EBITDA-multiple (EV = enterprise value = waarde eigen vermogen + netto financiële schuld) van 10. Aldus bekomen we voor de 50% van Eurofoam een waarde van 185 miljoen euro en een meerwaarde van 100 miljoen euro (boekwaarde van 50% is 170 gedeeld door 2, of 85 miljoen euro).

Om deze bedragen aan te vullen tot de 210 miljoen euro verkoopprijs en 85 miljoen euro meerwaarde, moeten we uitgaan van een EV/EBITDA van 3,5 voor auto-interieur. Dit impliceert een verkoopprijs van 25 miljoen en een minwaarde van afgerond 15 miljoen euro. De boekwaarde van 37,5 miljoen euro (de helft van 75 miljoen euro voor de 50%) afgezet tegen de geschatte verkoopprijs van 25 miljoen euro, levert een minwaarde van 12,5 miljoen euro op, in lijn met de 15 miljoen euro die we moeten bekomen.

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.

Conclusie

De beide transacties zijn relatief goed nieuws voor Recticel, zo werd het Eurofoam-belang op basis van een hoge waarderingmultiple verkocht, het afstoten (in 2 fases) van de auto-interieurbekleding zal de jaarlijkse investeringsbehoeften gevoelig doen dalen. Op korte termijn heeft Recticel wel af te rekenen met het probleem dat het een derde van zijn omzet afstoot en dat dat derde bijdroeg tot de resultaten. De cash die het in de plaats krijgt, zal dus relatief snel aangewend moeten worden om die winstdaling op te vangen. We bekijken dus heel sterk uit naar de aankondiging van nieuwe initiatieven. Dat zal niet alleen in het domein van isolatie zijn, maar ook in soepelschuim, vooral dan gericht naar toepassingen met een hogere toegevoegde waarde.

Ons koersdoel van begin maart 2020 van 9,60 euro behouden we momenteel. Het positieve van de verkooptransacties verkiezen we te compenseren met de negatieve corona-impact. Na bekendmaking van de halfjaarresultaten zullen we dan ons koersdoel aanpassen aan de nieuwe omstandigheden.

Gert De Measure (8 april 2020, koers Recticel: 7 euro)

Illustratie auto-interieurbekleding



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 veeelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.