VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

RECTICEL

2 maart 2020

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

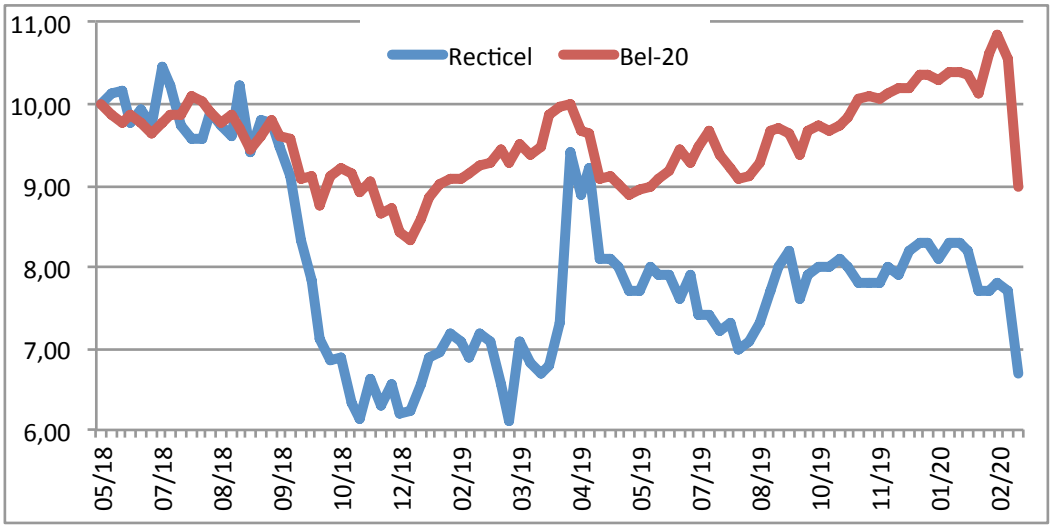
Eigen vermogen FY19	276,6
Netto fin. schuld FY19	88,6

ROE '19	9,4%

(in miljoen EUR)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Bedrijfsopbrengsten	983,4	1.033,8	1.048,3	1.135,4	1.117,7	1.038,5	1.050,0
Groei in %	0,7%	5,1%	1,4%	8,3%	-1,6%	-7,1%	1,1%
EBIT	8,78	23,20	39,20	44,90	42,90	34,40	39,00
EBIT%	0,9%	2,2%	3,7%	4,0%	3,8%	3,3%	3,7%
EBITDA	36,80	52,97	72,70	82,80	80,50	70,80	75,00
EBITDA%	3,7%	5,1%	6,9%	7,3%	7,2%	6,8%	7,1%
Financieel resultaat	-12,83	-12,50	-11,70	-4,70	-3,90	-4,20	-3,70
Netto resultaat, deel groep	-9,75	4,50	16,40	23,90	28,80	26,00	27,30

	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Winst per aandeel	-0,34	0,10	0,31	0,44	0,53	0,47	0,50
Netto dividend	0,15	0,17	0,13	0,15	0,17	0,17	0,17
Koers/winstverhouding *	-12,49	55,42	21,72	17,43	11,75	14,16	13,49
Dividendrendement *	3,5%	2,9%	1,9%	2,0%	2,7%	2,5%	2,5%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2019 en 2020E huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Recticel is een producent van polyurethaanschuimproducten, half en volledig afgewerkt. De groep telde eind 2019 7.100 werknemers, verdeeld over 81 vestigingen in 27 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 (43% 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 (19% van omzet): ontwikkeling, productie en de commercialisering van volledig afgewerkte matrassen, latten- en beddenbodems.
- Isolatie (20% van omzet): productie van thermisch isolatiemateriaal voor de bouw. De tak industriële isolatie werd begin 2015 verkocht.
- Automobiel (18% 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 verveelvoudigd 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 2019

Recticel sloot 2019 af met een 7,1% lagere omzet door lagere volumes in soepelschuim, een lagere omzet in isolatie (wel hogere volumes, maar lagere verkoopprijzen door sterke daling van de grondstoffenprijzen) en een lagere omzet in automobiel door de lagere autoverkopen wereldwijd. De gecombineerde omzet (inclusief 100% van de joint-ventures) kende een sterkere daling (-15,7%) door de verkoop van het belang in de joint-venture Proseat (zetelkussens voor auto's, zie verder).

Die lagere omzet resulteerde in een lagere EBITDA (-12%) en in een lagere EBIT of bedrijfswinst (-19%). We merken op dat de bijdrage uit joint-ventures lager uitkwam door herstructureringen bij de joint-venture Eurofoam. Positief was wel dat de uitzonderlijke kosten in 2019 in belangrijke mate lager uitvielen in vergelijking met 2018, maar met 10,9 miljoen euro blijven die uitzonderlijke kosten toch wel te hoog.

Het financiële resultaat ging 0,3 miljoen euro achteruit. Terwijl de rentelasten 0,5 miljoen euro daalden, kwamen de negatieve wisselkoersverschillen en de pensioenlasten hoger uit. De netto financiële schuld steeg wel van 84,6 miljoen euro eind 2018 naar 88,6 miljoen euro eind 2019. De totale belastingen vielen sterk terug van -10,2 miljoen euro in 2018 naar -4,2 miljoen euro in 2019.

in miljoen euro	**2018**	**2019**	**Δ18/19**
Omzet	1117,7	1038,5	-7,1%
EBITDA	80,5	70,8	-12,0%
EBIT	42,9	34,4	-19,8%
o.a. bijdrage joint-ventures	*10,2*	*9,3*	-8,8%
o.a. uitzonderlijke elementen	*-16,2*	*-10,9*	n.r.
Fin. resultaat	-3,9	-4,2	n.r.
Belastingen	-10,2	-4,2	n.r.
Resultaat, deel groep	28,8	26,0	-9,7%
Winst per aandeel	0,53	0,47	-11,3%
Netto financiële schuld	84,6	88,6	4,7%

Dit totaalbedrag aan belastingen wordt als volgt opgesplitst. De effectief betaalde belastingen namen toe van -3,3 tot -6,7 miljoen euro, de uitgestelde belastingen evolueerden van -7 miljoen euro in 2018 naar +2,4 miljoen euro (verrekening van overdraagbare verliezen in de toekomst neemt toe). De lagere belastingen milderden de achteruitgang van het resultaat tot -11,3% om uit te komen op 26 miljoen euro.

Gecombineerde data	**Omzet**			**Aangepaste EBITDA**		
(in miljoen euro)	**2018**	**2019**	**Δ18/19**	**2018**	**2019**	**Δ18/19**
Soepelschuim	621,5	549,1	-11,6%	41,5	49,0	18,1%
Slaapcomfort	243,8	242,3	-0,6%	6,8	12,4	82,4%
Isolatie	271,2	247,2	-8,8%	44,7	28,5	-36,2%
Automobiel	363,9	223,7	-38,5%	25,9	14,4	-44,4%
Eliminaties/Corporate	-52,1	-41,2	n.r.	-15,2	-16,1	n.r.
TOTAAL	1.448,3	1.220,9	-15,7%	103,8	88,2	-15,0%

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

Soepelschuim: de omzet ging 11,6% achteruit, door lagere volumes en door lagere verkoopprijzen (doorrekening van lagere grondstoffenprijzen). In comfort was er een daling van -14,2%, bij de technische schuimen bedroeg de achteruitgang -8,2%. Niettemin verbeterde de aangepaste EBITDA (+18,1%) dankzij een betere productmix, betere prijseffecten en de impact van vroeger genomen efficiëntiemaatregelen. Dit segment onderging ook de meeste herstructureringen de voorbije jaren, met steeds belangrijke uitzonderlijke kosten tot gevolg.

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

Slaapcomfort: na de tegenvallende omzetontwikkeling in 2018 (omzet -10,4%) kende dit segment in 2019 nog een lichte omzetdaling (-0,6%). Het dieptepunt werd bereikt in het 2e kwartaal van 2019, sindsdien is er een geleidelijke verbetering merkbaar. De verbetering doet zich vooral voor bij de eigen merken (+4,6%), deze profiteren van de introductie van het nieuwe Geltex. Bij de huismerken was er een daling van -8,1%. De concurrentie van e-commercespelers weegt op de positie van Recticel, dat zelf al initiatieven nam in dit domein. Het biedt zijn klanten een zekere service aan opdat ze sterker zouden staan, daarnaast is Recticel zelf actief in e-commerce in landen zoals Slovakije en Tsjechië, landen waar het geen eigen professionele klanten heeft. Belangrijker evenwel is de verbetering van de rendabiliteit na de genomen herstructureringen. De aangepaste EBITDA steeg 82,4% tot 12,4 miljoen euro.

Isolatie: ondanks een tweecijferige volumegroei viel de omzet 8,8% terug in 2019. Het volume-effect werd meer dan teniet gedaan door lagere verkoopprijzen als gevolg van de lagere grondstoffenprijzen en de intense concurrentie. Die lagere grondstoffenprijzen verhogen initieel de marge, maar die hogere marge wordt dan ingezet in een poging om het marktaandeel te verhogen, met prijsdruk tot gevolg. Ook nam de productiecapaciteit in de sector toe. Deze druk verklaart de daling van 36,2% van de aangepaste EBITDA. Het feit dat de commerciële opstart van de nieuwe Finse fabriek trager dan verwacht verliep, verklaart ongeveer een derde van de lagere EBITDA. Ondertussen lopen de orders goed binnen en zal een ploeg volledig kunnen draaien in de volgende maanden. Het management merkt ook op dat de volumes in het 4e kwartaal van 2019 lager uitvielen door voorraadafbouw, door de verwachting van nog lagere prijzen en misschien door wat voorzichtigheid vanwege de marktspelers door een geleidelijke vertraging in de bouwsector in Groot-Brittannië, Frankrijk en België. Er moet gemeld worden dat 2018 een recordjaar was en als dusdanig was de prestatie minder makkelijk te herhalen.

Automobiel: de gecombineerde omzet daalde 38,5% door de verkoop van het belang in de joint-venture Proseat. Op vergelijkbare basis was er een omzetdaling van 8,8%, dit ten gevolge van de lagere autoverkopen wereldwijd. De aangepaste EBITDA ging 44,4% achteruit, op vergelijkbare basis was dat -27%.

Andere wetenswaardigheden uit de analistenvergadering

- Grondstoffenprijzen: ondanks de problemen van de Chinese industrie is er geen schaarste van grondstoffen. De fors gedaalde prijzen van diverse grondstoffen zullen dus laag blijven. Naar 2020 toe verwacht het bedrijf dat er gemiddeld geen negatieve impact ervan zal uitgaan, eerder een positieve.
- Verkoop afdeling interiors automobiel: het proces om deze afdeling te verkopen sleept al lang aan, maar wordt verder gezet. Er is vertraging door de situatie in China, enerzijds is er de zwakte van de Chinese automobielsector sinds begin 2019, anderzijds zijn er de huidige maatregelen voor het coronavirus die een bezoek aan de lokale sites bemoeilijkt. De boekwaarde bedraagt 75 miljoen euro en het management waarschuwt ervoor dat de verkoopprijs onder dit bedrag zal liggen. De Chinese fabrieken lagen langer dan verwacht stil, maar zijn ondertussen opnieuw operationeel.
- Verkoop belang in joint-venture Proseat: eerder verwierf Recticel de overige 50% in deze joint-venture om dan 75% ervan te verkopen aan het Japanse Sekisui Plastics, de overige 25% wordt binnen 3 jaar verkocht. De opbrengst bedraagt 21 miljoen euro en was gebaseerd op een aantrekkelijke EV/EBITDA van 8,5.

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

- Uitzonderlijke kosten: we hekelden al het feit dat er elk jaar belangrijke uitzonderlijke kosten geboekt worden. Een jaar zonder zou het netto resultaat een serieuze boost bezorgen, maar de vraag is dan ook wannneer we een dergelijk jaar mogen verwachten. Het antwoord van het management hierop is dat er elk jaar wel herstructureringsmogelijkheden zijn met uitzonderlijke kosten tot gevolg.

Conclusie

Het voordeel van 4 activiteiten te bezitten, is dat er altijd wel enkele goed presteren. Het nadeel ervan is dan weer dat er elk jaar wel een segment is met een tegenvallende prestatie en op die minder goede prestaties wordt dan meestal ingezoemd. Ook zo in 2019. Terwijl een belangrijk segment als soepelschuim een heel sterk resultaat neerzette en slaapcomfort een sterk herstel liet optekenen, lag de focus op de mindere prestatie in isolatie en op het nog altijd niet afgeronde verkoopproces van interiors.

Wat 2020 betreft, verwacht het management een moeilijke marktomgeving, zowel op economisch als op geopolitiek vlak. Natuurlijk dient ook het coronavirus vermeld te worden als mogelijke stoorzender. Desondanks verwacht Recticel om dit jaar een hogere aangepaste EBITDA te realiseren dan in 2019.

Ons koersdoel van 10,10 euro van maart 2019 verlagen we naar 9,60 euro. Het is de vertaling van het minder goede resultaat van 2019 dat niet volledig gecompenseerd zal worden in 2020.

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