VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

RECTICEL

5 maart 2013

Koers	**5,94**
Aantal aandelen (m)	28,93
Marktkapitalisatie (m)	171,9

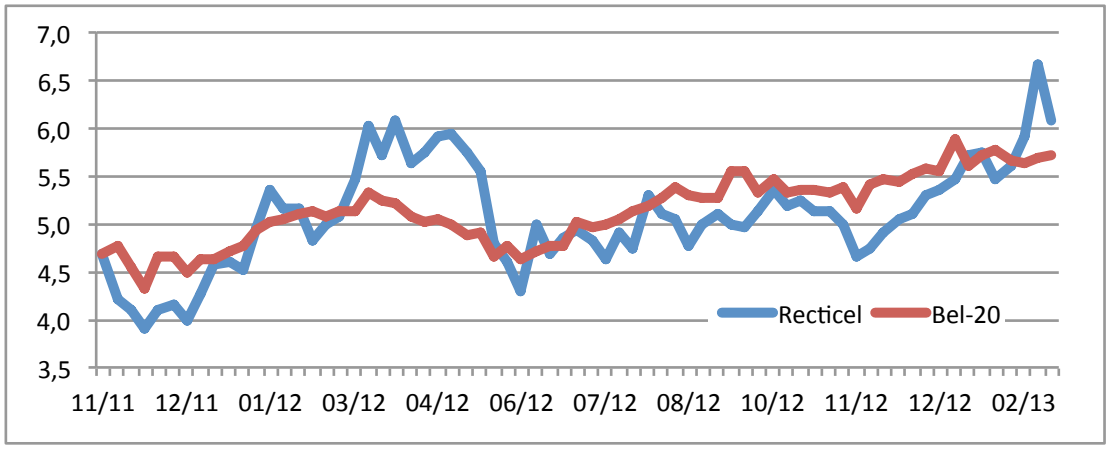
Eigen vermogen FY12	260,6
Netto fin. schuld FY12	172,6

ROE '12	6,8%

(in miljoen EUR)	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13E
Bedrijfsopbrengsten	1.276,7	1.348,4	1.378,1	1.319,5	1.340,0
Groei in %	-17,9%	5,6%	2,2%	-4,3%	1,6%
EBIT	46,20	27,61	42,00	39,70	46,00
EBIT%	3,6%	2,0%	3,0%	3,0%	3,4%
EBITDA	102,30	83,50	88,80	81,10	87,00
EBITDA%	8,0%	6,2%	6,4%	6,1%	6,5%
Financieel resultaat	-13,79	-17,10	-16,68	-14,30	-13,40
Netto resultaat, deel groep	20,74	14,44	17,42	17,60	23,60
Netto cashflow	59,20	70,33	64,22	59,00	64,60

	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13E
Winst per aandeel	0,72	0,50	0,60	0,61	0,82
Cash-flow per aandeel	2,05	2,43	2,22	2,04	2,23
Netto dividend	0,19	0,20	0,21	0,22	0,23
Koers/winstverhouding *	7,02	15,49	7,57	9,76	7,28
Dividendrendement *	3,7%	2,6%	4,6%	3,7%	3,8%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2012 en 2013E huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Recticel is een producent van polyurethaanschuimproducten, half en volledig afgewerkt. De groep telde eind 2012 7.841 werknemers, verdeeld over meer dan 103 vestigingen. Deze bevinden zich vnl. in Europa, naast een beperkte aanwezigheid in Amerika en Azië. Ze is actief in 4 toepassingsdomeinen:

- Soepelschuim (43% van omzet in 2012): vnl. half-afgewerkte producten in zacht polyurethaanschuim. De drie deeldomeinen zijn composite foams (verwerking van schuimresten tot bv. verpakkingsmateriaal en toepassingen in sportvelden en in de schoenindustrie), technische schuimen (sponzen, akoestische isolatie, filters, e.a.) en comfort (zitmeubelen en matrassen).
- Slaapcomfort (20% van omzet): ontwikkeling, productie en de commercialisering van volledig afgewerkte matrassen, latten- en beddenbodems.
- Isolatie (16% van omzet): productie van thermisch isolatiemateriaal. De 2 deelafdelingen zijn bouwisolatie en industriële isolatie.
- Automobiel (21% van omzet): productie van zetelkussens en van interieurbekleding (dashboardhuiden en deurpanelen).

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Jaarresultaten 2012

Met 95% van zijn omzet die in Europa gerealiseerd wordt, is het evident dat Recticel een moeilijk 2012 achter de rug heeft. De omzet daalde 4,3% tot 1,319 miljard euro. Elk segment kende een omzetdaling, met die nuance dat isolatie en soepelschuim een verwaarloosbare daling van 1% kenden, slaapcomfort (-5,3%) en automobiel (-10,8%) kenden een grotere daling. Wisselkoersen hadden een licht positieve impact (+0,9%), de uitbreiding van de consolidatiekring had een impact van 0,03%.

in miljoen euro	FY11	FY12	Δ11/12
Omzet	1378,1	1319,5	-4,3%
EBIT	42,0	39,7	-5,5%
EBITDA	88,8	81,1	-8,7%
REBIT	47,1	50,8	7,8%
REBITDA	88,6	90,7	2,3%
Fin. resultaat	-16,7	-14,3	14,4%
Courant resultaat	25,3	25,4	0,4%
Belastingen	-7,9	-7,8	
Winst, deel groep	17,4	17,6	1,1%
Winst per aandeel	0,60	0,61	1,7%

De continue herstructureringsoefening zorgde ook in 2012 voor belangrijke herstructurerings-kosten. Op EBIT-niveau ging het om 11,1 miljoen euro kosten, provisies en afwaarderingen, op EBITDA-niveau was er een negatieve impact van 9,5 miljoen euro. In totaal werd de negatieve impact van die herstructureringen voor een deel gecompenseerd door een terugname van voorzieningen vervroegde pensioenrechten voor 7 miljoen euro. Die terugname plaatste de groep wel onder de recurrente elementen waardoor de REBIT (recurrente bedrijfswinst) met 7,9% steeg, de REBITDA steeg 2,3%. De REBIT profiteerde ook van lagere afschrijvingen, wat de 7,8% stijging deels verklaard.

Het financiële resultaat verbeterde 2,4 miljoen euro vnl. door een lagere rentekost op een lagere gemiddelde financiële schuld (eind 2012 bedroeg de netto financiële schuld 172,6 miljoen euro tegenover 149,6 miljoen euro eind 2011). De belastingen lagen op hetzelfde niveau als in 2011.

Een analyse van de resultaten per segment levert enkele interessante element op. Traditioneel was de afdeling **soepelschuim** de meest cyclische en volatiele van de groep, maar nu merken we toch een belangrijke stijging van de REBITDA, ondanks een omzetdaling van -1,3%. Dit heeft het te danken aan een betere productmix, het doorrekenen van de hogere grondstoffenprijzen en de verschillende rationaliseringen (fabrieksslutingen in Engeland, Nederland en Griekenland). Dit laatste bracht 5,7 miljoen euro uitzonderlijke kosten met zich mee.

REBITDA in eur m	FY11	FY12	Δ11/12
soepelschuim	23,6	29,9	26,7%
slaapcomfort	16,9	14,6	-13,6%
automobiel	25,3	24,1	-4,5%
isolatie	39,5	36,3	-8,1%
Corporate	-16,6	-14,4	
TOTAAL	88,6	90,7	2,4%

omzet in eur m	FY11	FY12	Δ11/12
soepelschuim	596,2	588,3	-1,3%
slaapcomfort	292,2	276,5	-5,3%
automobiel	324,8	289,7	-10,8%
isolatie	223,1	220,7	-1,1%
eliminaties	-58,1	-55,7	-4,1%
TOTAAL	1378,2	1319,5	-4,3%

In de afdeling **slaapcomfort** daalde de omzet 5,3%. De omzet van merkproducten ging 6,2% achteruit, deze van de private label of huismerken daalde 4,4%. De REBITDA ging 13,6% achteruit, de merkproducten leveren een hogere marge op, maar die kenden een grotere daling.

Aan de sterke omzetgroei van **isolatie** van de voorbije jaren kwam in 2012 een (voorlopig?) einde. Die daling was vooral het gevolg van een lagere omzet in industriële isolatie (-5,4%). Bouwisolatie daalde slechts -0,7%. Vooral het vierde kwartaal van 2012 was minder goed, ook omdat het vierde kwartaal van 2011 uitzonderlijk goed was door anticipatieve aankopen op hogere prijzen. De REBITDA ging wel sterker achteruit door prijsconcurrentie en opstartkosten voor de nieuwe fabriek in het Franse Bourges.

In **automobiel** daalde de omzet -10,8% door een lagere autoproductie in Europa. De achteruitgang van de REBITDA kon beperkt worden tot -4,5%.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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.

Bij sommige beleggers staat Recticel geboekt als een continue herstructureringsverhaal en dat zal niemand ontkennen. Sinds eind 2009 daalde het aantal fabrieken van 124 naar 103 (26 sluitingen en 5 openingen) eind 2012, sindsdien ging het aantal werknemers van 9.883 naar 7.841. Het aantal joint-ventures daalde van 11 naar 5.
Maar los van die herstructuringen die noodzakelijk zijn omwille van de veel te complexe structuur opgebouwd in het verleden, investeert de groep ook in groei. Eind 2012 werd een derde fabriek voor bouwisolatie in gebruik genomen in het Franse Bourges. Opmerkelijker zijn de nieuwe productieëenheden in India (in soepelschuim) en in China (automobiel: interieuronderdelen voor Mercedes). Deze uitbreidingsinvesteringen (vnl. in Bourges) verklaren de stijging van de netto financiële schuld.
Innovaties staan ook nog steeds op de agenda bij Recticel. In het oog springt de certificatie van geluidsisolatie voor vliegtuigen bij Boeing. Bij Volvo werd een eerste contract binnengehaald voor interieurbekleding (Colosense: is lichter dan het nu gebruikte PVC en is ook goedkoper). In slaapcomfort werd Geltex geïntroduceerd in Duitsland. Dit product zorgt voor een snelle afvoer en vlotte verdamping van transpiratie. In Groot-Brittannië tot slot werd gevelisolatie op de markt gebracht (*etics: external thermal insulation composite system*).

Conclusie

Opereren in een markt waarin je omzet onder druk staat en waarin bepaalde kosten (arbeid, energie, transport en grondstoffen) constant stijgen, is niet evident. Recticel slaagt er wel in om de negatieve impact van deze combinatie tot een minimum te beperken door het continu doorvoeren van herstructureringen. Ook voor 2013 zijn er een aantal gepland, ondertussen profiteert de groep van de in het verleden uitgevoerde herstructureringen. Dit laatste en het lager uitvallen van herstructureringskosten zou Recticel moeten toelaten om betere resultaten te realiseren in 2013. De vraag is of dat voldoende zal zijn om de koers in beweging te krijgen, zeker tegen de achtergrond van een zwak blijvende economische context in Europa.
De onderwaardering van het aandeel wordt duidelijk geïllustreerd door de boekwaarde die eind 2012 9,01 euro per aandeel bedroeg. Conservatieve DCF-waarderingen leiden tot gelijkaardige koersdoelen, maar de economie zal een handje moeten toesteken om dergelijke niveaus te bereiken. Het minste signaal dat de economische groei in Europa wat aantrekt, moet als een instapmoment beschouwd worden. Koersen onder 5,50 euro zouden we ook aangrijpen om in te stappen.

Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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.