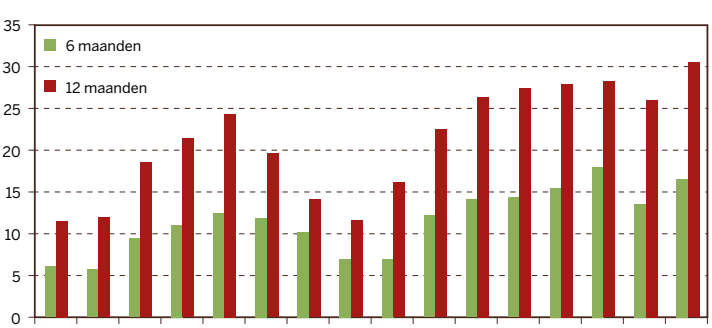
# Resilux: waarde Airopack nog grote onbekende

**Iedereen weet** ondertussen dat het beursgenoteerde Resilux vandaag meer is dan de activiteit van PET-preforms. In de Beste Belegger van januari 2014 gingen we al iets dieper in op Airopack, de 50/50 joint venture tussen Resilux en het Zwitserse IPS. Voor ons is het duidelijk dat het potentieel van Airopack enorm is, maar er vandaag een waarde op kleven is een onmogelijke zaak.

Het gaat wel om enkele tientallen miljoenen, dat moet duidelijk zijn. We durven zelfs te stellen dat het management van Resilux zelf niet weet hoeveel het waard is, laat staan wat de omzet in of de marges in 2015 zullen zijn. Het is wel makkelijker een waarde te kleven op de activiteiten van Resilux zelf.

**Sterke prestatie** Het minste wat gezegd kan worden, is dat het sterk gepresteerd heeft in 2014. De volumes stegen 11,6 % met dank aan alle regio's met uitzondering van de VS. De grootste omzetgroei werd neergezet in Zuid-Europa en in Centraal- en Oost-Europa. Door lagere grondstoffenprijzen (die rechtstreeks aan de klant doorgerekend worden) bleef de omzetstijging beperkt tot 6 %. Daar de vaste kosten relatief stabiel bleven, leidde die omzetgroei van 6 % tot een toename van de EBITDA met 17 %. De minder snelle stijging van de afschrijvingen zorgde dan weer voor een stijging van de bedrijfswinst met zelfs 26 %, in absolute termen is dat een verbetering van afgerond 3,6 miljoen euro.

**Evolutie EBITDA in mln euro**




Het financiële resultaat ging 0,4 miljoen euro achteruit. Ondanks een toename van de netto financiële schuld van 33,3 naar 38,9 miljoen euro, daalden de financiële kosten 0,3 miljoen euro. Het grote verschil zat in de wisselkoersverschillen die per saldo 0,7 miljoen euro lager uitkwamen. Door het betere resultaat stegen de belastingen 0,7 miljoen euro. In totaal verbeterde het netto resultaat met 2,5 miljoen euro tot 12,6 miljoen euro, 24,6 % hoger dan in 2012.

Boekhoudkundig gezien moet hier nog de bijdrage van Airopack aan toegevoegd worden, meer bepaald 50 % van het netto resultaat. Die bijdrage was negatief ten bedrage van 3,6 miljoen euro, in 2012 was er ook al een stevige negatieve bijdrage (-3,1 miljoen euro). In totaal kwam het totale resultaat van Resilux hierdoor uit op 8,97 miljoen euro (4,53 euro per aandeel), 27,6 % meer dan de 7,03 miljoen euro van 2012.

**Goede verkooprestatie** De goede verkooprestatie van Resilux in 2013 heeft verschillende oorzaken. Terwijl in het verleden weersomstandigheden nog al eens op de verkoop wogen, was dit in 2013 niet het geval. Een zeker herstel van de economische omstandigheden in Zuid-Europa hielp eveneens. Belangrijker dan dit alles is wel dat de verkoop van producten met een hogere toegevoegde waarde (barrière) in volume met 32 % steeg en nu goed is voor 10 % van het totaal. In de voorbije jaren investeerde Resilux belangrijke bedragen in producten met een hogere barrière voor de verpakking bijvoorbeeld van fruitsappen, detergenten en plantaardige olien en daar begint het nu eindelijk de vruchten van te plukken.

Gieten we de goede cijfers over 2013 in ons conservatief DCF-model, dan bekomen we een waarde van 95 euro. Hierbij moet natuurlijk nog de waarde geteld worden van 50 % van Airopack en dat is vandaag een quasi onmogelijke zaak (zie hoger). Wat we wel weten, is dat het meer dan 12 euro per aandeel zal zijn, zodat een mogelijk koersdoel van Resilux een stuk hoger zal liggen dan de huidige beurskoers. Er is wel nog een portie geduld nodig.

GERT DE MESURE
ANALIST VFB
REDACTIE 22 APRIL 2014
KOERS 108 EURO
WWW.RESILUX.COM