

Recticel: "Een geïsoleerd geval"

Recticel	Advies:	KOPEN	Huidige koers:	5.1 EUR
	Naam analist:	Wim Hoste	Koersdoel:	5.75 EUR
	ISIN code:	BE0003656676	Opwaarts potentieel:	12.7%

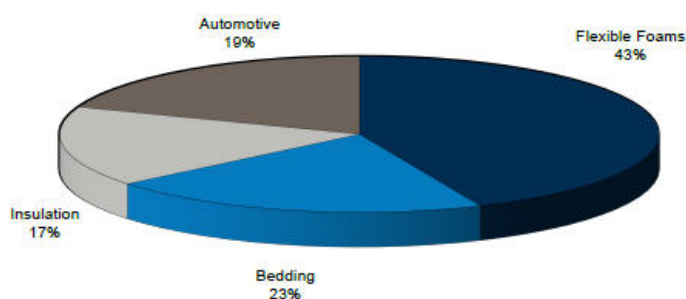
	2014	2015E	2016E	2017E
Winst per aandeel (EUR)	-0.33	0.27	0.38	0.52
% groei j/j	-	-180.6%	40.3%	37.5%
Koerswinst ratio	-	19.1x	13.6x	9.9x
Bruto dividend (EUR)	0.20	0.20	0.11	0.11
% groei j/j	-31.0%	0.0%	-45.0%	0.0%
Dividendrendement (%)	3.9%	3.9%	2.2%	2.2%

Recticel is een producent van polyurethaanschuim, georganiseerd in vier divisies : Soepelschuim, Slaapcomfort, Isolatie en Automobiël. Het bedrijf heeft in het verleden zwaar geïnvesteerd in de uitbouw van productiecapaciteit in de gepatenteerde dashboardhuidtechnologie, maar gezien de cycliciteit en de relatief beperkte prijszettingmacht in die activiteit ligt de groeifocus nu terug bij de andere activiteiten, Isolatie in het bijzonder. De Automobiëlactiviteiten worden niet langer als strategisch beschouwd.

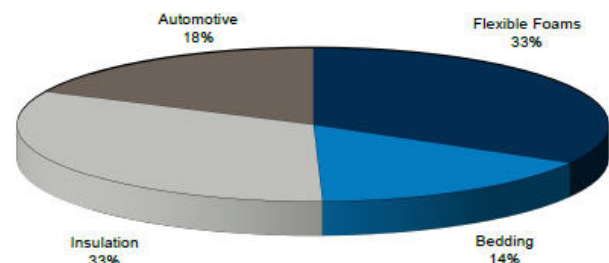
Recticel is een producent van polyurethaanschuim, georganiseerd in vier divisies : Soepelschuim, Slaapcomfort, Isolatie en Automobiël. Het bedrijf heeft in het verleden zwaar geïnvesteerd in de uitbouw van productiecapaciteit in de gepatenteerde dashboardhuidtechnologie, maar gezien de cycliciteit en de relatief beperkte prijszettingmacht in die activiteit ligt de groeifocus nu terug bij de andere activiteiten, Isolatie in het bijzonder.

In een notendop

Vandaag is de groep uit Oost-Vlaanderen de Europese marktleider op het niveau van toepassingen voor polyurethaanschuim en op wereldvlak wist de groep de tweede plaats te veroveren. Recticel steunt daarvoor op vier divisies. Op het niveau van de omzet is de soepeldivisie de grootste, gevolgd door slaapcomfort, automobiëlinteriors en isolatie. Alles samen waren deze activiteiten in 2014 goed voor een omzet van 983,4 miljoen euro. Het leeuwendeel daarvan, goed 94%, werd in Europa gerealiseerd. De resterende 6% in de rest van de wereld.

OMZETVERDELING (2014)


Bron: Recticel

EBITDA VERDELING (2014)


Bron: Recticel

Aandelenfocus

Divisies

Soepelschuim

Met een omzet van 593 miljoen euro in 2014 is soepelschuim de grootste divisie van Recticel. Het is historisch ook altijd zo geweest. Met deze activiteiten concentreert de groep zich op de productie, de transformatie en de commercialisatie van halfafgewerkte producten van zacht polyurethaanschuim die hun toepassing vinden op verschillende domeinen, onder te verdelen in comfort enerzijds en technische schuimen anderzijds. Deze producten zijn terug te vinden in de zetel- en matrasindustrie. Met deze activiteiten weet Recticel zich verzekerd van een toppositie binnen Europa. Samen met de vijf belangrijkste concurrenten (Vita Group, Carpenetr, Foamline, Foampartner en Organika) is Recticel goed voor 65% van de markt. De resterende 35% wordt verdeeld onder meer dan 50 kleinere spelers. Dat heeft onder meer te maken met de beperkte transporteerbaarheid van het lichte product, waardoor ook voor veel lokale spelers een plaats is. De verhuis van de meubelindustrie van West- naar Oost-Europa en Azië zorgt voor extra concurrentiedruk.

Slaapcomfort

Slaapcomfort is de tweede grootste divisie van Recticel. De activiteiten zijn met 281,6 miljoen euro goed voor 21% van het groepstotaal. Met deze activiteiten specialiseert Recticel zich in de ontwikkeling, de productie en de commercialisatie van matrassen, lattenbodems en boxsprings. De groep steunt daarvoor op sterke nationale merken (Schlaraffia in Duitsland, Sembella in Oostenrijk en Beka in België) die samen met de grensoverschrijdende merken Swissflex en Lattoflex het kwaliteitslabel GELTEX dragen. Daarmee is Recticel de op één na grootste speler in Europa en weet zich verzekerd van een marktaandeel van 17% in de kernmarkten Benelux, Duitsland, Oostenrijk, Zwitserland, Polen en Scandinavië. Marktleider op dit domein is Tempur.

Automobiel - Interiors

Met een omzet van 264 miljoen euro, hetzij 19% van het totaal, is de Automobile - Interiors divisie nipt de derde grootste divisie binnen de groep. Zoals de naam het doet vermoeden, levert Recticel met deze activiteiten polyurethaanproducten voor de automobielenijverheid. Daarbij wordt een verschil gemaakt tussen Proseat dat via een joint venture met Woodbrigde zetelkussens in koudvormschuim produceert en interiors dat interieurbekleding ontwikkelt, produceert en commercialiseert. We hebben het dan onder meer over dashboardhuiden en bekleding voor deurpanelen. Basis voor de interieurproducten is de Colo-Fast en Colo-sense technologie die de groep in staat stelt om veel lichtere alternatieven aan te bieden. Onder meer dankzij deze unieke technologie slaagde Recticel er de voorbije jaren in om een stevig orderboek op te bouwen.

ISOLATIE



Bron: Recticel

SOEPELSCHUIM



Bron: Recticel

SLAAPCOMFORT



Bron: Recticel

Isolatie

De kleinste, maar mogelijk de meest veelbelovende, divisie binnen Recticel is Isolatie. Die genereerde in 2014 zo'n 17% van de groepsomzet, hetzij 227 miljoen. In dit segment focust de groep zich op duurzaam thermisch isolatiemateriaal in hard geslotencellig polyurethaan- en polyisocyanuraatschuim, vooral voor daken, muren en vloeren. Aanvankelijk was het aanbod ruimer, maar sinds de verkoop van het belang in de joint venture met Kingspan in 2014, richt de groep zich nagenoeg uitsluitend op de bouwsector (93,2%). Volgens Recticel een interessante sector die de komende jaren onder meer zal kunnen profiteren van de stijgende trend en vraag naar milieubescherming en energiebehoud. Onder meer vanuit de Europese Unie worden daarvoor flink wat ondersteunende initiatieven gelanceerd. Momenteel is Recticel met een marktaandeel van 2% nog een kleine speler in het segment van de isolatie en moet grote jongens boven zich dulden als Isover (11%), Rockwool (10%), TechnoNicol (10%), Knauf en BASF (elk goed voor 9%). Op het specifieke domein van de isolatieproducten op basis van polyurethaan wist Recticel ondertussen in Europa wel een marktaandeel van 15% te veroveren en is daarmee de grootste in België. Op de Britse en Franse markt zijn de Oost-Vlamingen de uitdager.

Aandelenfocus

Strategie

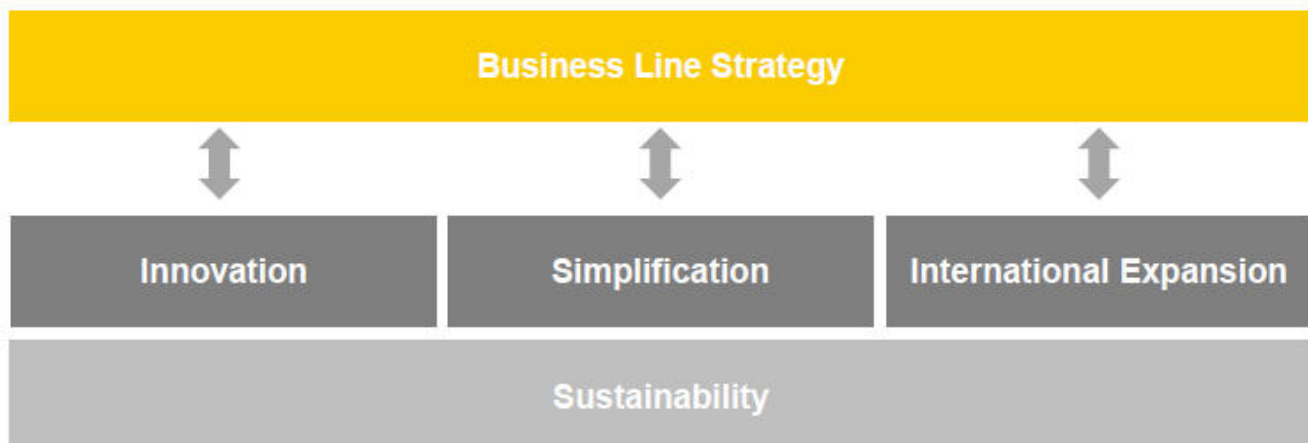
Centraal in de strategie van Recticel staat de focus op polyurethaan-toepassingen met een hoge toegevoegde waarde. De groep gaat daarbij op zoek naar opportuniteiten in groeiende marktsegmenten.

De groep selecteerde een aantal prioriteiten binnen het strategisch kader en die zijn gericht op innovatie in toepassingen, producten en materialen in combinatie met een hoge kwaliteit, serviceniveau en op het ontwikkelen van sterke merken waar van toepassing. Daarnaast wil de groep werk maken van de expansie buiten Europa, wordt verder gewerkt aan de vereenvoudiging en rationalisatie van de productie-infrastructuur, gaat de groep op zoek naar verbeteringen op het vlak van human resources en wil de groep voldoen aan de duurzaamheidscriteria.

Dat deze strategie geen dode letter is, bewees Recticel in 2014 onder meer door nog eens twee fabrieken te sluiten en de verkoop van het 50%-belang in de joint venture KTII, door de uitbreiding van de productie van isolatie in het VK, de opening van een tweede fabriek in India en de ontwikkeling van nieuwe producten als Colosense Lite, doe-het-zelfoplossingen voor isolatie en GELTEX Inside.

Op het niveau van de verschillende segmenten legt de groep duidelijk de klemtoon op de groei van de isolatie-activiteiten. Die kan profiteren van de gunstige isolatie-eigenschappen van polyurethaan, van de sterke overheidssteun in verschillende landen met het oog op energie-efficiëntie en de aantrekkelijke terugverdienmogelijkheden voor de consumenten. Daarnaast wil Recticel in de toekomst verder de klemtoon leggen op de Slaapcomfortdivisie waar de rendabiliteit moet stijgen door een verbeterde operationele efficiëntie en selectieve groei-initiatieven. Er wordt gemikt op organische groei door een sterke marketingstrategie, productinnovatie, de juiste merk/privatelabelstrategie en de optimalisatie van het productienetwerk. Sinds de tweede helft profiteerden deze activiteiten trouwens al van de verhoogde marketinginspanningen voor GELTEX.

Centraal in de segmentstrategie staat de beslissing, ondertussen al enkele jaren geleden genomen, dat de automobiel-interiors activiteiten niet tot de kern behoren. De groep mist de nodige kritische massa om hier het verschil te maken. Tegenvallende marktomstandigheden hielden de activiteiten langer dan verwacht in huis, maar dankzij een goed gevuld orderboek kan nu mogelijk wel snel een overnamekandidaat gevonden worden. Volgens KBC Securities-analist kan de verkoop ongeveer 85 miljoen euro opleveren, een kleine discount ten opzichte van de boekwaarde van 88 miljoen euro.



Resultaten

De operationele jaarresultaten kwamen iets beter uit dan de cijfers die na de winstwaarschuwing van eind december werden verwacht. Het bedrijf herzag toen de verwachting voor de REBITDA (incl bijdrage van joint ventures) van een 'meer dan 5% groei' naar 'daling van ongeveer 12%' en stak daarvoor een beschuldigende vinger uit naar de hoge grondstofprijzen (polyol), het resultaat van enkele productieproblemen bij leveranciers die daardoor voor een krappe markt zorgden. Daarnaast kende de groep een aantal operationele problemen bij Soepelschuim en was er sprake van verslechterende marktomstandigheden in het algemeen. De REBITDA kwam uit op € 65,9m (-9,5%), tegenover een verwachting van KBC Securities en de consensus van respectievelijk € 64,1m en € 64m. Met de halfjaarcijfers in het achterhoofd realiseerde Recticel een REBITDA van € 27,1m in 2H14, hetzij een € 31,5% daling ten opzichte van een sterke tweede jaarheft in 2013.

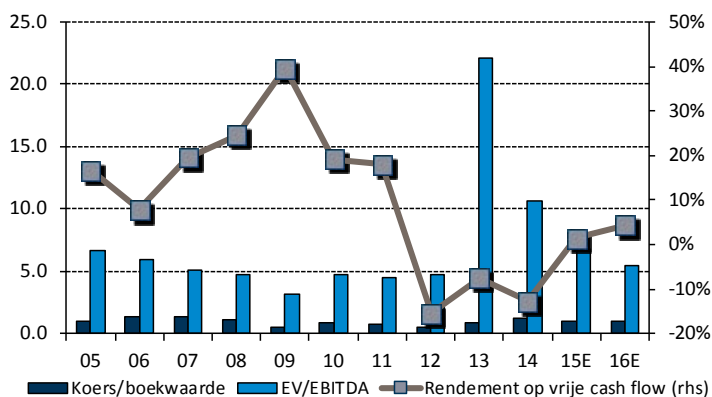
Aandelenfocus

De jaaronzet groeide met 1,7% tot € 1280,1m (KBCS € 1269,3m, CSS € 1265,8m) en het geconsolideerde nettoresultaat kwam uit op € -9,7m (KBCS € -10,5m, CSS -11,9m), voornamelijk als gevolg van éénmalige elementen. Per divisie zagen de resultaten er als volgt uit:

- **Soepelschuim:** FY omzet + 1,6% tot € 593,0m (KBCS € 589,3m, CSS € 589,6m) wat een 2H groei van 2,4%. FY REBITDA - 8,7% tot € 27,7m (KBCS € 24,2m, CSS € 23,5 miljoen) impliceren - 32% in 2H.
- **Bedding:** FY omzet -0,5% tot € 281,6m (KBCS € 279,8m, CSS € 279,3m), implicerend + 2,3% in 2H. FY REBITDA + 5,4% tot € 13,5 miljoen (KBCS € 9,2m, CSS € 10,4m), ondanks verhoogde marketing (+ € 4,7 miljoen), wat een 2H groei van 23,7%.
- **Isolatie:** FY omzet + 3,2% tot € 227,0m (KBCS € 225,6m, CSS € 224,6m), implicerend + 5,2% in 2H. FY REBITDA -2,2% tot € 27,1m (KBCS € 27,1m, CSS € 26,7 mio), wat een 2H daling van 8%.
- **Automotive:** FY omzet + 2,2% tot € 264,0m (KBCS € 260,0m, CSS € 259,4m), implicerend - 4,1% in 2H. FY REBITDA -20,8% tot € 14,9m (KBCS € 20,8m, CSS € 20,3m).

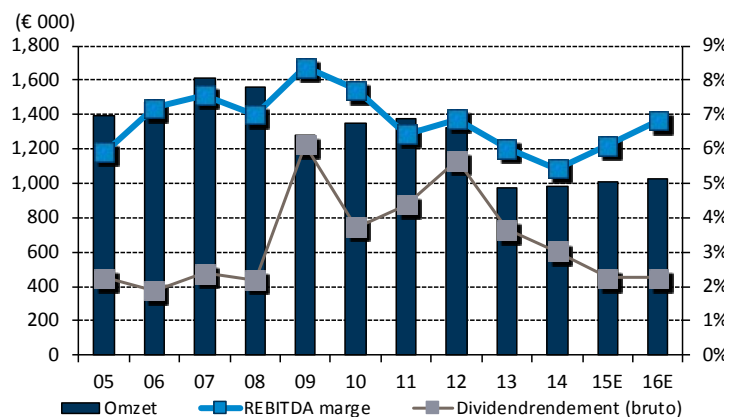
Niet geheel onverwacht geeft Recticel vandaag geen verwachtingen voor 2015 Volgens de groep beginnen meerdere inspanningen van de voorbij jaren (herstructureringen en winstverbeteringen) hun vruchten af te werpen. Al evenmin onverwacht is de aankondiging van de groep dat de economische omgeving in Europa voor weinig ondersteuning zorgt en onzeker blijft. Het polypol-aanbod komt tot rust, terwijl de prijzen normaliseren. De operationele problemen bij Flex Foams worden gradueel opgelost.

WAARDERINGSMULTIPLES Recticel



Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT Recticel



Bron: Thomson Reuters Datastream

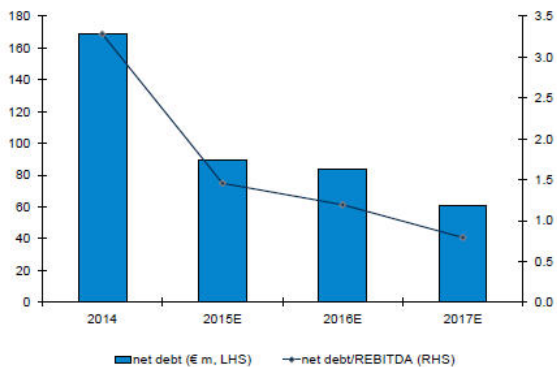
Kapitaalsverhoging

Eind mei haalde Recticel via een kapitaalverhoging ongeveer 75,9 miljoen euro vers kapitaal op. De transactie was nodig omdat de groep door de snelle externe groei een flinke portie schulden had opgebouwd, terwijl de verwachte kasstromen om die schulden terug te betalen uitbleven. Bovendien moest een stevige som opgehoest worden voor een minnelijke schikking omdat de groep betrokken was in een dossier van prijsafspraken. Het resultaat was de schuldpositie van de groep tot meer dan 100% was gestegen op het einde van 2014.

Na de kapitaalverhoging is die schuld ratio teruggebracht tot 40%. Recticel gebruikte daarvoor de helft van de kapitaalverhoging. De andere helft wil de groep gebruiken voor de uitvoering van haar strategie zoals hierboven beschreven. Het betreft onder meer de investering in de uitbreiding en modernisering van de isolatiefabriek in Wevelgem met het oog op de uitbreiding van de productiecapaciteit voor producten met een hoge toegevoegde waarde, de aanhoudende marketinginvesteringen in GELTEX en investeringen in andere productinnovaties en de uitbreiding van de productiecapaciteit van soepelschuim in Roemenië en in de VS. Daarnaast wil de groep ook voldoende middelen achter de hand houden om de organisatie verder te stroomlijnen, hetzij de optimalisatie van het productieapparaat en de centrale functies.

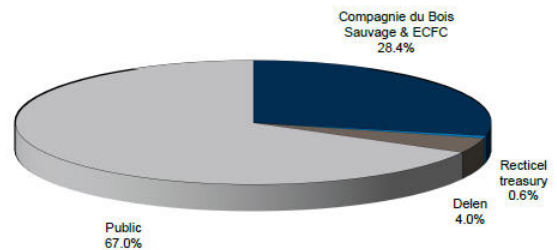
Aandelenfocus

NETTOSCHULD



Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

AANDEELHOUDERS



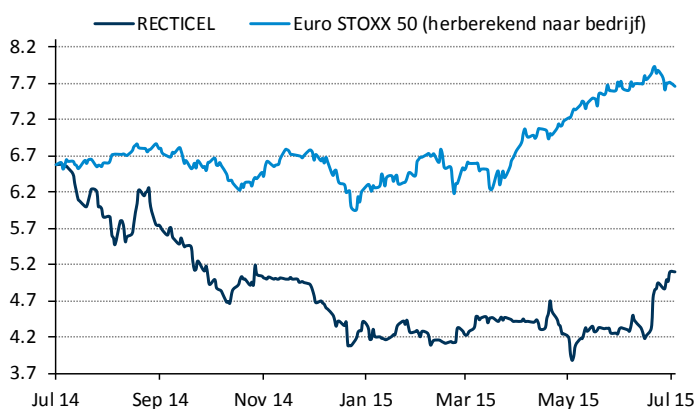
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

Waardering

KBC Securities hervat na de kapitaalverhoging de opvolging van Recticel en kleeft een koopaanbeveling op het aandeel met een koersdoel van 5,75 euro. Analist Wim Hoste schuift de volgende argumenten naar voren:

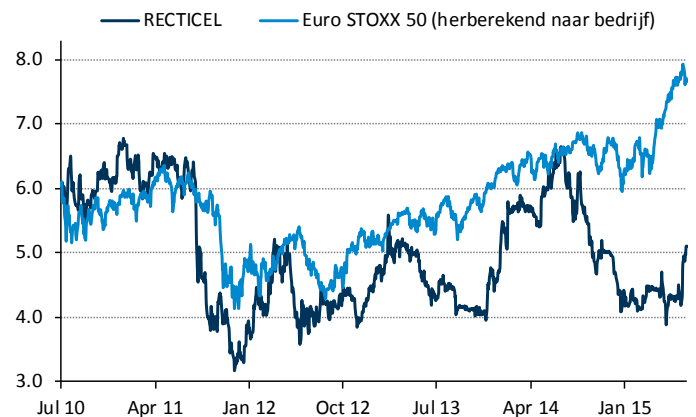
- **Balans versterkt:** Met de kapitaalverhoging van 75,9 miljoen euro wist Recticel de gezondheid van zijn balans te herstellen. De pro forma schuldgraad (schuld ten opzichte van eigen vermogen) daalde van 101% naar 40%.
- **Strategie:** Recticel blijft inzetten op efficiëntieverbetering, op een groei van de isolatiedivisie en op de uitbouw van zijn merken in de Bedding-divisie. Volgens Wim Hoste legt het management van Recticel in zijn strategische keuzes de juiste klemtoon, waarbij nog ruimte is voor efficiëntieverbetering bij Bedding en op centraal niveau. Op divisieniveau ligt de focus voor groei duidelijk op isolatie die profiteert van de gunstige eigenschappen van polyurethaan, gunstige wetgeving en aantrekkelijke terugverdieneffecten voor bouwers. Interessant is ook de evolutie in de Bedding-divisie waar de marketinginspanningen voor de duurdere GELTEX®-schuimen vruchten beginnen af te werpen. Automotive beschouwt Recticel niet als een kernactiviteit. Voorzichtig geschat meent Wim dat een verkoop zo'n 85 miljoen euro kan opleveren.
- **Positieve winstvooruitzichten:** De resultaten van de tweede jaarhalf van 2014 werden negatief beïnvloed door de duurdere grondstofprijzen, een gevolg van een verstoring van het aanbod. Dat is ondertussen grotendeels opgelost en de grondstofprijzen evolueren de jongste maanden naar normale niveaus. In combinatie met de verbeterde vraag (4,2% onderliggende omzetgroei in het eerste kwartaal) en de aanhoudende efficiëntieverbeteringen, laat dit het beste hopen voor de resultatenevolutie in 2015. De groep zelf verwacht een 10% hogere REBITDA in 2015, maar zelf mikt Wim op 16%.
- **Aantrekkelijke waardering:** Recticel noteert aan 6,84x de verwachte EV/REBITDA voor 2015, terwijl de som-van-de-delen een faire waarde van 7,3 euro per aandeel aangeeft.

KOERSVERLOOP RECTICEL (1 JAAR)



Bron: Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP RECTICEL (5 JAAR)



Bron: Thomson Reuters Datastream

Conclusie

Wim Hoste merkt op dat Recticel in de voorbije jaren steeds aan een discount noteerde ten opzichte van de faire waarde. Hij hervat de opvolging met een koopadvies en een koersdoel van 5,75 euro.

Aandelenfocus

Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.com/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities verstrekt langs deze weg geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U aanvaardt dan ook de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.