

Recticel, kapitaal ophalen, of niet?



Wim Lewi
Onafhankelijk analist
Valuescan.be

Het aandeel Recticel was de laatste jaren al een achterblijver op de beurs. Over het laatste halfjaar daalde de koers nog eens met 35% als anticipatie op een verwaterende aandelenuitgifte. Na een moeilijk 2013, verwachtte de markt een herstel van de resultaten over 2014. De winstwaarschuwing eind vorig jaar dekte het vertrouwen. De markt prijst nu de verwachting in dat het bedrijf een kapitaalverhoging moet doorvoeren om zijn balans in evenwicht te brengen. Bois Sauvage is de grootste aandeelhouder met 28%. Deze familiale holding is al een tijdje bezig zijn structuur aanzienlijk te vereenvoudigen rond de Neuhaus-kern. Een kapitaalverhoging tegen de huidige lage koers zou hun dan ook verplichten om te participeren of te verwateren. Die transactie zou ingaan tegen de inspanningen die Bois Sauvage doet om zijn posities af te bouwen.

Vastrentende markt smeekt om meer risico

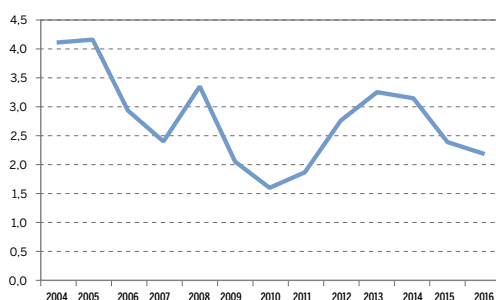
De financiële situatie bij Recticel is bovendien niet zo dramatisch dat een kapitaalverhoging de enige uitweg zou zijn. Met een schuld van ongeveer 140 miljoen euro, bedraagt de verhouding tot de operationele kasstroom ongeveer 3 (zie grafiek NetDebt/EBITDA). Bij een dergelijk niveau van schuldgraad bestaan er zeker nog mogelijkheden op de vastrentende markt. Sarens haalde onlangs nog 125 miljoen euro op met een schuld op EBITDA van 3,5. Het bedrijf betaalt hiervoor maar 5% tot 2022, terwijl de lening achtergesteld is op 514 miljoen aan vaste activa. Door het lagerentebekleid van de centrale banken is het drummen bij obligatiebeleggers voor schuldpapier met hoger risico. Sarens had de intentie om 75 miljoen op te halen. Het rendement daalde ondertussen tot 4,75%. Michael Milken is weer helemaal terug van weggeweest. Recticel heeft wel een goede dekking van zijn schulden door vaste activa zon-

der achterstelling (zie grafiek Netdebt/tangible Invested Capital). Het bedrijf kan ook delen van zijn financiële activa verkopen zoals de minderheidsbelangen in andere bedrijven die aan 73 miljoen boekwaarde op de balans staan. Dit komt overeen met ongeveer de helft van de netto-schuld. Het afstoten van een deelactiviteit zou dan ook een uitweg bieden indien de kredietwaardigheid zou verslechteren.

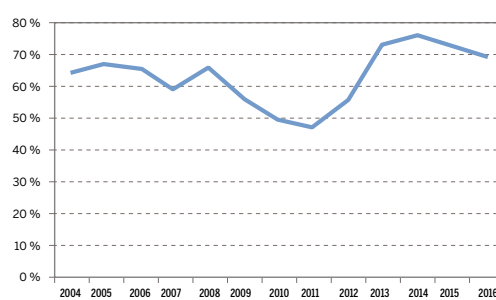
Omzetsdaling is geen probleem

In grote lijnen heeft Recticel zijn activiteiten verdeeld over vier verschillende sectoren: Isolatie, Soepelschuim, Slaapcomfort en Automobiel. Hoewel er significante verschillen bestaan tussen deze verschillende activiteiten, zijn er ook een aantal gebieden waar ze elkaar overlappen en synergiën opleveren. Recticel is echter een cyclisch bedrijf dat de laatste jaren leed onder de economische recessie in Europa. De omzet is afhankelijk van het sentiment in de bouw (isolatie), automobiel en duurzame consumentengoederen zoals meubels en matrassen. De auto-industrie toont de eerste tekenen van herstel, maar de bouw heeft het in Europa nog lastig. De consument is nog voorzichtig met grote uitgaven voor duurzame consumptiegoederen als gevolg van het onzekere economische senti-

Net Debt/EBITDA

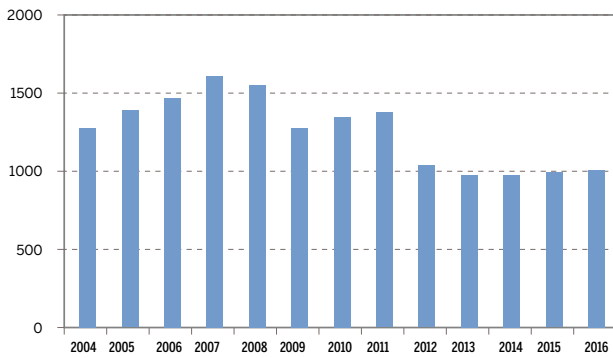


Net Debt/Tangible IC



ment. Het bedrijf heeft al 29 productievestigingen gesloten of verkocht. Door de zwakke vraag ontstond er overcapaciteit in het goedkopere deel van de schuimmarkt. Recticel investeert aanzienlijk in nieuwe technologieën voor het hogere segment van de markt. Deze strategie heeft een zekere tijd nodig om vruchten af te werpen. Recticel zal waarschijnlijk nog aandeel verliezen in het lagere segment van de markt, maar kan groei-

1 Sales



en in de segmenten met betere winstmarges. De dalende groei is dan ook geen reden tot bezorgdheid (zie grafiek 1. Sales).

Isolatie 16% van de omzet De divisie Isolatie concentreert zich op de productie van thermische isolatiematerialen in polyurethaan (PU of PUR) en polyisocyanuraat (PIR). Hoewel het de kleinste afdeling van de groep betreft in termen van verkoopcijfers, genereert de isolatiebusiness 43% van de winst. De omzet is gekoppeld aan de residentiële bouw en renovatie. Deze markt heeft het in Europa moeilijk gekregen. De energiebesparende subsidies hebben de vraag naar isolatiemateriaal jarenlang gestimuleerd als middel om de uitstoot van broeikasgassen te stimuleren. Deze markt is nu eerder verzadigd en de subsidies dreigen door de besparingen op overheidsuitgaven te worden teruggeschroefd. Er is overcapaciteit ontstaan in het lagere segment van de markt. De recente nieuwe en strengere isolatienormen voor de nieuwbouwmak

markt bevoordelen echter Recticel. Dit betekent dat architecten ofwel de dikte van de isolatielaag moeten verhogen of gebruik maken van een betere kwaliteit aan isolatie. Recticel heeft zich al in het hogere segment gepositioneerd en blijft investeren in kwaliteit.

De positie in deze markt heeft het bedrijf veel krediet opgeleverd als duurzaam bedrijf. Helaas hebben nog maar weinig bedrijven deze erkenning kunnen vertalen in een hogere beurskoers.

Soepelschuim, 44% van de omzet

Deze halffabricaten in flexibel polyurethaanschuim draaien veruit de grootste omzet voor Recticel, maar realiseren lage marges. De afdeling bestaat uit comfort, technische- en composietschuimen. Deze worden aangekocht door andere bedrijven voor de productie van zowel industriële als consumenten-

tentoepassingen. De slappe economische situatie en overcapaciteit wogen dan ook door in de omzet. Deze afdeling werd gerationaliseerd door sluiting van de niet-performante faciliteiten, en investeringen in innovatie. Deze innovaties zullen pas significant bijdragen tot de omzet vanaf 2016.

Slaapcomfort, 21% van de omzet

De divisie Slaapcomfort produceert matrassen, bedbodems en bedden. Ook hier nam Recticel de beslissing minder te concurreren in het white label-segment. Dit resulteerde eveneens in verlies van marktaandeel, maar beschermt de winstmarge tegen een verdere erosie. Recticel investeerde in de herkenbaarheid voor consumenten van zijn merknaam rond de technologie van GelTex.

De auto, 19% van de omzet

Deze business bestaat uit interieuroplösungen zoals dashboardhuiden en deurpanelen op basis van spuittechniek. PROSEAT is een 51/49

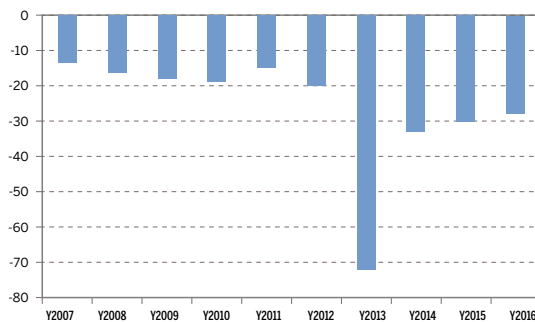
worden gestabiliseerd door capaciteitsreductie. Ook hier werden ondersteunende maatregelen getroffen door de ontwikkeling van innovatieve producten met een betere gewichtsverhouding. De auto-industrie levert inspanningen om de CO₂-uitstoot van wagens terug te dringen. De recente verbetering op de Europese automarkt en de geleidelijke introductie van de nieuwe producten moeten de omzetsdaling omkeren. Bedrijven zoals Renault plukken al de vruchten van het herstel van de Europese markt, hoewel de consumptie nog prijsgevoelig blijft.

Winstmargeherstel is aanzienlijk

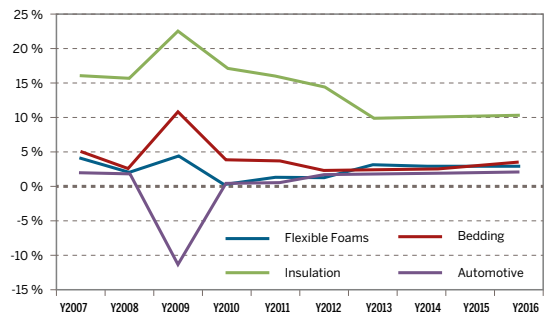
De winstmarge heeft in 2014 last van de herstructureringen die hun volledige uitwerking pas zullen laten voelen in 2016. De grootste herstructureringskosten werden reeds in 2013 geboekt. Over de komende jaren zal het gewicht van deze kosten op de operationele winst verminderen (zie grafiek 3 Corporate costs en Winstmarge per segment).

De nieuwe CEO Olivier Chapelle verschoof de focus naar winstherstel in plaats van bescherming van de inkomsten. Deze strategie heeft tijd nodig om vruchten af te werpen. Deze inspanningen zullen de winstgevendheid binnen een aantal jaren terug optrekken in de richting van de historische gemiddelden. De winstmarge wordt sinds begin 2014 ook gehinderd door een schaarste op de markt van polyolen. Deze basisgrondstof voor de productie van soepelschuim wordt lokaal geproduceerd en zit vast in langetermijnaanvoercontracten.

2a Corporate Costs



2b Winstmarge per segment



joint venture tussen Recticel en Woodbridge die zitplaatsen produceert in koud vormschuim. De automobielaafdeling verloor de laatste jaren marktaandeel door een gebrek aan innovatie. De twee bedrijfssegmenten

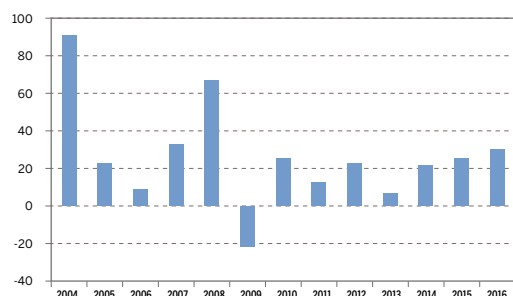
Een explosie bij Shell in Nederland resulteerde in abrupte prijsstijgingen. Recticel kon deze niet doorrekenen aan zijn klanten en moest op zijn winstmarge toegeven om zijn marktpositie te behouden. Deze situatie moet nor-

maliseren in het verloop van 2015. Ik verwacht een licht herstel van de winstmarge in de afdelingen soepelschuim, bedding en automobiel. Voor de belangrijke afdeling van isolatie verwacht ik een stabilisatie van de dalende

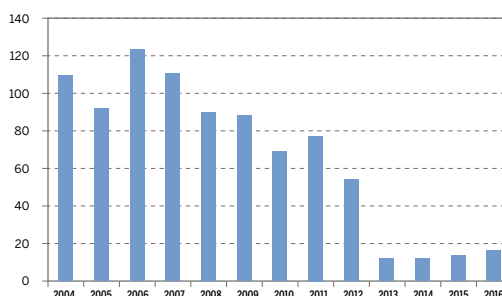
relatief hoog omdat het bedrijf zijn productie-apparaat wil moderniseren (Zie grafiek 3. Capex). Het werkkapitaal werd dramatisch gerationaliseerd over de afgelopen 3 jaar (zie grafiek 4. Working Capital). Het bedrijf loste

om de balans te verstevigen. Voor breeddenkende beleggers zou dat een positief signaal zijn en een extra reden om geen kapitaalverhoging te verwachten. Recticel kan ook actieve verkopen om zijn balans op te schonen.

3 Capex



4 Working capital



winstmarge rond 10 %. Dit zijn nog conservatieve aannames in het licht van de inspanningen die het bedrijf levert om zijn competitiviteit te verbeteren.

De investeringsinspanningen blijven hoog

Naast de sluiting van 29 vestigingen, openende Recticel slechts 4 nieuwe operaties. Hiervan bevinden er zich twee in China en één in India. Het bedrijf zet hiermee een voorzichtige stap in de groei-markten. De kapitaaluitgaven blijven toch

zijn financiële moeilijkheden gedeeltelijk op door meer leverancierskrediet of voorschotten te verkrijgen. Hierdoor daalde het brede werkkapitaal tot slechts 12 miljoen in 2014. Het bedrijf zal waarschijnlijk ook hier in de toekomst weer moeten investeren om deze situatie te normaliseren.

De recente uitspraak met betrekking tot de kartelboete in Duitsland heeft een langdurige onzekerheid weggenomen. Het is goed mogelijk dat Recticel de komende jaren gaat bezuinigen op zijn dividendbetalingen

Sommige activa in de automobielaafdeling worden hiervoor getipt. Lang geleden lekte uit dat Kingspan een bod op de Isolatie-activiteit had gemaakt toen deze nog 'hot' was. Op 19 februari meldde Recticel dat het zijn participatie van 50 % in de joint venture Kingspan Tarec Industrial Insulation (KTI) heeft verkocht aan zijn joint venture partner

Kingspan Group plc, dat daardoor 100 % van de aandelen van KTI nv (Turnhout, België) en KTI Ltd (Glossop, Verenigd Koninkrijk) bezit. Kingspan was onlangs nog actief in België met een bod op de niet gerelateerde Joris Ide groep.

DCF Waardering op 8,2 euro

Een cash flow waardering op basis van het beschreven scenario biedt aanzienlijk koerspotentieel. De berekening gebruikt kapitaalkosten van 9 % als reflectie van de relatief hoge schuldgraad.

DCF Berekening

Saved	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Salesgrowth	-5,6 %	-02, %	1,8 %	2,1 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Sales	977	975	992	1013	1023	1033	1044	1054	1065	1075	1086
Oper. Margin	-2,1 %	2,0 %	2,6 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,0 %
Oper. Income	-21	19	26	32	33	33	33	34	34	34	35
Depreciation	29	29	29	30	30	31	31	31	32	32	32
WC changes		0	-2	-2	0	0	0	0	0	0	0
Taxes	4	-1	-3	-7	-9	-9	-9	-9	-10	-10	-9
Capex	-7	-21	-25	-30	-31	-31	-31	-32	-32	-32	-33
Free Cash Flow	5	26	25	23	23	23	23	24	24	24	23
Working Capital	12	12	14	16	16	16	17	17	17	17	17
Net Debt	141	115	90	67	44	21	-3	-27	-50	-75	-98
Tax Rate	-19 %	-4 %	-12 %	-21 %	-28 %	-28 %	-28 %	-28 %	-28 %	-28 %	-28 %
WC/Sales	1 %	1 %	1 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Capex/Sales	-1 %	-2 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %
Deprec./Capex	433 %	135 %	117 %	99 %	99 %	99 %	99 %	99 %	99 %	99 %	99 %
Free Cash Flow		26	25	23	23	23	23	24	24	24	23
Discount Factor		1,000	0,917	0,842	0,772	0,708	0,650	0,596	0,547	0,502	0,460
Discounted Flows		26	23	19	18	16	15	14	13	12	11
Horizon Value	157										
Terminal Value	153										
- net debt	141										
Equity Value	170										
Nr Shares	30										
HV/TV Ratio	93 %										
Fin. Assets	73										

WACC	9,0 %
LT Growth	2,0 %
Target Price:	8,2