



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

RECTICEL

15 april 2014

Koers	6,65
Aantal aandelen (m)	28,93
Marktkapitalisatie (m)	192,4

Eigen vermogen FY13	186,8
Netto fin. schuld FY13	138,3

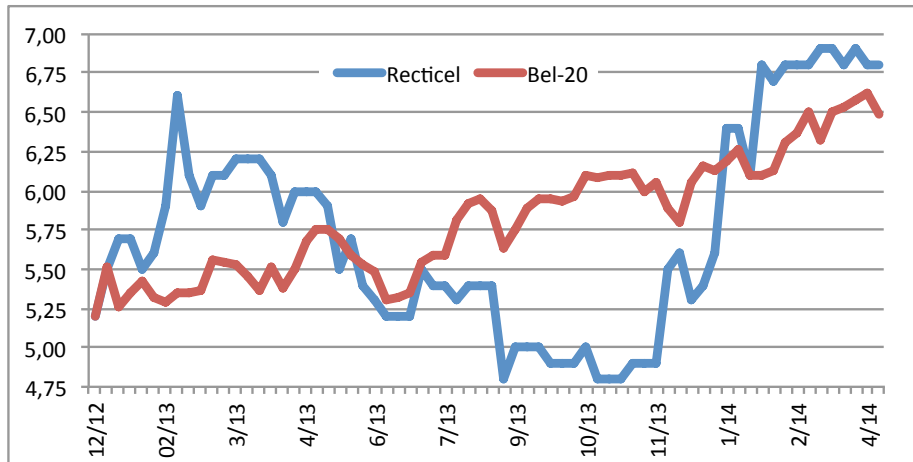
ROE '13	-19,3%
---------	--------

(in miljoen EUR)	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14E
Bedrijfsopbrengsten	1.276,7	1.348,4	1.378,1	1.319,5	976,8	1.074,0
Groei in %	-17,9%	5,6%	2,2%	-4,3%	-26,0%	10,0%
EBIT	46,20	27,61	42,00	39,70	-20,90	35,50
EBIT%	3,6%	2,0%	3,0%	3,0%	-2,1%	3,3%
EBITDA	102,30	83,50	88,80	81,10	13,60	71,00
EBITDA%	8,0%	6,2%	6,4%	6,1%	1,4%	6,6%
Financieel resultaat	-13,79	-17,10	-16,68	-14,30	-11,30	-12,00
Netto resultaat, deel groep	20,74	14,44	17,42	17,60	-36,10	16,70
Netto cashflow	59,20	70,33	64,22	59,00	-1,60	52,20

	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14E
Winst per aandeel	0,72	0,50	0,60	0,61	-1,27	0,59
Cash-flow per aandeel	2,05	2,43	2,22	2,04	-0,06	1,83
Netto dividend	0,19	0,20	0,21	0,22	0,15	0,19
Koers/winstverhouding *	7,02	15,49	7,57	8,66	n.r.	11,35
Dividendrendement *	3,7%	2,6%	4,6%	4,1%	2,3%	2,8%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2013 en 2014E huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

Recticel is een producent van polyurethaanschuimproducten, half en volledig afgewerkt. De groep telde eind 2012 7.700 werknemers, verdeeld over meer dan 103 vestigingen in 28 landen. Deze bevinden zich vnl. in Europa, naast een beperkte aanwezigheid in Amerika en Azië (China en Indië). Ze is actief in 4 toepassingsdomeinen:

- Soepelschuim (43% van gecombineerde omzet in 2013): 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 (21% van omzet): ontwikkeling, productie en de commercialisering van volledig afgewerkte matrassen, latten- en beddenbodems.
- Isolatie (17% van omzet): productie van thermisch isolatiemateriaal. De 2 deelafdelingen zijn bouwisolatie en industriële isolatie.
- Automobiel (19% 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 vervoelvoudigd 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 2013

Recticel is doorheen de jaren uitgegroeid tot een complexe groep met een belangrijk aantal partnerships, minderheidsbelangen en internationale filialen. De laatste jaren werd er al zwaar ingezet op het verminderen van het aantal fabrieken en op het vereenvoudigen van de groepsstructuur (sinds 2009: joint ventures: van 22 naar 13, juridische entiteiten van 109 naar 85 en sluiting van 28 sites), maar er is nog een weg te gaan. Doordat over 2013 andere boekhoudregels gebruikt worden met betrekking tot de consolidatie van de partnerships, werden de cijfers van 2012 aangepast om de vergelijkbaarheid met 2013 te vergemakkelijken. De wijziging bestaat erin dat de 50/50 partnerships niet meer proportioneel geconsolideerd worden (van alle cijfers uit de resultatenrekening wordt 50% geconsolideerd), maar wel volgens de vermogensmutatiemethode (alleen 50% van het netto resultaat). Deze aanpassing brengt een daling van de omzet en van de operationele cijfers met zich. Om toch nog een vergelijkbaarheid met het verleden mogelijk te maken, presenteert Recticel ook nog de gecombineerde gegevens per afdeling.

In 2013 had Recticel af te rekenen met een omzetzijging van 5,6%. Negatieve wisselkoers-evoluties hadden een negatieve impact van 1%. Het lage consumentenvertrouwen in Europa speelde de groep parten, alhoewel sinds de 2^e helft van 2013 een geleidelijke verbetering merkbaar is. Slaapcomfort en automobiel waren elk verantwoordelijk voor de helft van de omzetzijging van de groep.

in miljoen euro	FY12	FY13	Δ12/13
Omzet	1035,1	976,8	-5,6%
EBIT	33,0	-20,9	n.r.
EBITDA	66,0	13,6	-79,4%
REBIT	47,8	33,2	-30,5%
REBITDA	87,7	72,8	-17,0%
Fin. resultaat	-11,6	-11,3	
Courant resultaat	21,4	-32,2	n.r.
Belastingen	-6,0	-3,9	
Winst, deel groep	15,4	-36,1	n.r.
Winst per aandeel	0,53	-1,27	n.r.

De EBITDA werd zwaar geraakt voor een bedrag van 45,1 miljoen euro door een boete van de Europese Commissie (27 miljoen euro), door juridische en herstructureringskosten. Op het niveau van de EBIT waren er voor 48,6 miljoen euro niet-recurrente kosten. Die werden deels aangewend om de rendabiliteit te verbeteren via de volgende maatregelen:

- afbouw productie-activiteiten in automobiel interiors in Duitsland
- sluiting van productie in Engeland en Spanje in soepelschuim
- herstructurerings in Oostenrijk en Duitsland in slaapcomfort.

De REBITDA zonder die 45,1 miljoen euro kosten daalde 17%. Het cijfer van 2012 werd wel positief beïnvloed door een terugname van pensioenvoorzieningen, waardoor de daling van de REBITDA in feite slechts 10% bedraagt. Het financiële resultaat verbeterde 0,3 miljoen euro door de post andere financiële kosten en inkomsten, de rentelasten lagen op hetzelfde niveau als in 2012. Op vergelijkbare basis daalde de netto financiële schuld van 172,6 naar 165,1 miljoen euro. De belastingen daalden vnl. door een positieve impact van de uitgestelde belastingen. In totaal belandde de groep voor 36,1 miljoen euro in het rood, per aandeel is dat -1,27 euro.

Per afdeling gaf Recticel de volgende commentaren:

Soepelschuim: dit is de meest volatiele en cyclische van de groep, de omzet daalde licht, de REBITDA steeg beperkt. Het comfortsegment (gericht op consument) daalde licht, technische schuimen (meer industrieel) toonde de eerste tekenen van herstel. Belangrijk om weten is dat Recticel is gestart met de levering van akoestisch materiaal aan Boeing.

Slaapcomfort: de omzetgroei van 2,4% is het resultaat van het opnemen van activiteiten uit soepelschuim in dit segment. Op vergelijkbare basis was er een daling van 5,5%, door een daling van 4,2% bij de merken en een daling van 7,1% bij niet-merken/private label. De REBITDA ging 7,9% achteruit.

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 vervoelvoudigd 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

omzet in eur m	FY12	FY13	Δ12/13
soepelschuim	588,3	583,4	-0,8%
slaapcomfort	276,5	283,0	2,4%
automobiel	289,7	258,4	-10,8%
isolatie	220,7	220,0	-0,3%
eliminaties	-55,7	-86,2	54,8%
TOTAAL	1319,5	1258,6	-4,6%

REBITDA in eur m	FY12	FY13	Δ12/13
soepelschuim	29,2	30,3	3,8%
slaapcomfort	13,9	12,8	-7,9%
automobiel	24,2	18,8	-22,3%
isolatie	36,0	27,7	-23,1%
Corporate	-15,6	-16,8	
TOTAAL	87,7	72,8	-17,0%

Automobiel: de omzet daalde -10,8% door het aflopen van bepaalde programma's, vnl. in de V.S. In China daarentegen is er wel groei door hogere volumes voor BMW en door een nieuwe fabriek voor Mercedes. De REBITDA ging 22,3% achteruit. Belangrijk voor de toekomst is wel dat enkele belangrijke nieuwe contracten binnen gehaald werden. De 8 contracten starten in de periode november 2013 tot mei 2017, lopen af in de periode 2020/2024 en hebben een geschatte totale omzetwaarde van 364 miljoen euro.

Isolatie: bouwisolatie (94% van omzet afdeling) bleef stabiel, terwijl industriële isolatie een achteruitgang kende (wel herstel in vierde kwartaal). De REBITDA (-23,1%) daalde wel in belangrijke mate door het lagere Britse pond, door de opstartkosten van de nieuwe Franse fabriek, door een hogere concurrentiedruk en door de strenge winter in februari/maart 2013. De tweede jaarhelft was wel merkbaar beter dan de eerste.

Een zwak punt van de groep is de afhankelijkheid van de Europese markt (94% van omzet). In de volgende jaren zal die afhankelijkheid geleidelijk dalen door een verhoging van de activiteiten in China en Indië, terwijl nieuwe initiatieven in Rusland en Marokko bestudeerd worden.

Innovaties blijven natuurlijk ook belangrijk. We vermeldden vorig jaar al de certificatie van geluidsisolatie voor vliegtuigen bij Boeing. In isolatie heeft Recticel een vijftal nieuwe producten gelanceerd, waaronder gevelisolatie in Engeland (*etics: external thermal insulation composite system*) en een toepassing voor de doe-het-zelfmarkt in binnenisolatie. In automobiel werd voor interieurbekleding een nieuwe spray gelanceerd (*Colosense Lite*: is lichter dan het nu gebruikte PVC en is ook goedkoper). In slaapcomfort tot slot werd Geltex geïntroduceerd in Duitsland. Dit product zorgt voor een snelle afvoer en vlotte verdamping van transpiratie.

Conclusie

Recticel heeft het niet onder de markt, enerzijds zijn er de interne omstandigheden, anderzijds zijn er de externe uitdagingen op het vlak van grondstoffenprijzen en economische omstandigheden. Op extern vlak blijven de grondstoffenprijzen min of meer stabiel, de economische omstandigheden verbeteren geleidelijk aan. Op intern vlak is de voorbije jaren al een stevig parcours afgelegd met voor bijna 100 miljoen euro (3,4 euro per aandeel) niet-recurrente kosten in de periode 2010-2013. We kunnen zeker niet uitsluiten dat er de volgende jaren nog herstructureringen met dito kosten volgen, maar niet meer in dezelfde mate als de voorbije 4 jaar. Belangrijker evenwel is dat al deze herstructureringen geleidelijk de rendabiliteit van de groep verbeteren en dat wordt gecombineerd met een geleidelijke verbetering van de economische omstandigheden.

Dat komt tot uiting in de gemiddelde winstschatting van de financiële analisten voor 2014 en 2015. Zo wordt voor 2014 een winst per aandeel van 0,56 euro verwacht en van 0,82 euro voor 2015. Dat brengt de verwachte koers/winstverhouding voor 2015 op slechts 8,1. Voor beleggers die geduld hebben en die geloven in een turnaround is het aandeel dus zeker koopwaardig.

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