



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGER VZW

RESILUX

5 september 2013

Koers	68,30
Aantal aandelen (m)	2,025
Marktkapitalisatie (m)	138,3

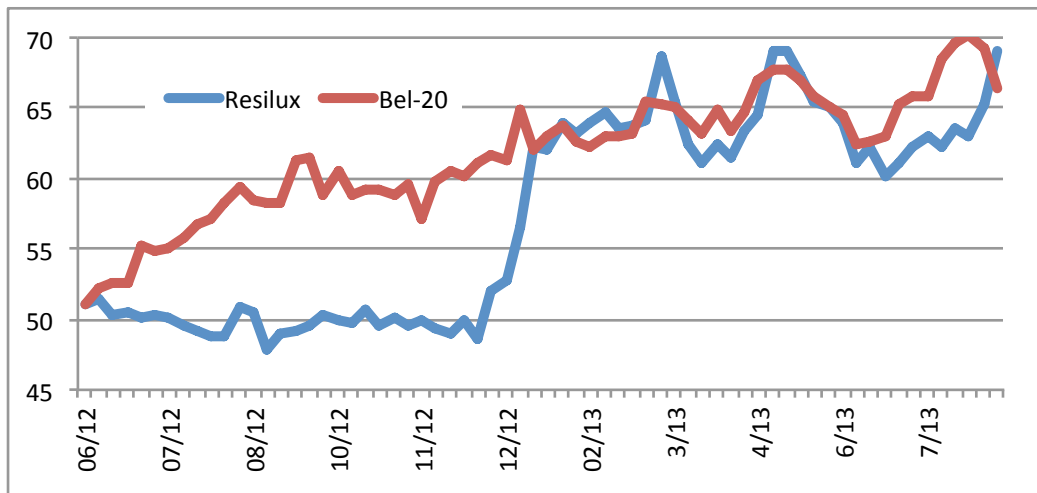
Eigen vermogen FY12	76,45
Netto fin. schuld FY12	33,29

ROE '12	9,3%
ROCE '12	10,7%

(in miljoen EUR)	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13E
Omzet	210,17	201,54	233,61	286,50	278,98	305,00
Groei in %	4,7%	-4,1%	15,9%	22,6%	-2,6%	9,3%
EBIT	13,860	17,020	19,100	14,680	13,662	19,400
EBIT%	6,6%	8,4%	8,2%	5,1%	4,9%	6,4%
EBITDA	31,772	27,655	30,000	28,280	26,142	32,000
EBITDA%	15,1%	13,7%	12,8%	9,9%	9,4%	10,5%
Financieel resultaat	-6,701	-3,631	-3,100	-3,780	-1,606	-1,100
Netto resultaat	4,510	11,055	12,800	7,989	7,076	10,800
Netto cashflow	22,422	21,690	23,700	21,589	19,556	23,400

	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13E
Winst per aandeel	2,28	5,58	6,46	4,03	3,57	5,33
Cash-flow per aandeel	11,07	10,71	11,70	10,90	9,88	11,56
Netto dividend	0,00	1,13	1,24	1,24	1,24	1,30
Koers/winstverhouding *	13,17	8,19	8,89	12,76	19,11	12,81
Dividendrendement *	0,0%	2,5%	2,2%	2,4%	1,8%	1,9%

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



Bedrijfsomschrijving

Resilux is een producent van PET-verpakkingen onder de vorm van preforms en flessen. Het bedrijf werd opgericht in 1994 en zette al in 1997 de stap naar de beurs. Naast de hoofdvestiging in België (Wetteren) heeft de groep productievestigingen in Spanje (1997), Rusland (1998), Griekenland (2000), Zwitserland (2000/01), Hongarije (2002) en de V.S. (2001/2004).

PET (of polyethyleen teraphthalaat) is een heel populaire en relatief goedkope verpakkingsvorm, zeker in de drankenindustrie. Resilux verkoopt preforms die bij Resilux of bij klanten geblazen worden en nadien afgevuld worden met water, frisdrank, eetbare oliën, ketchup, melk, bier, detergents of bier. Resilux biedt ook preforms en flessen voor meermalig gebruik. Die moeten voldoen aan hogere standaarden, net zoals de toepassingen voor barrièregevoelige producten.

De belangrijkste exportmarkten van de groep in de eerste helft van 2013 waren (als percentage van het volume): Spanje/Portugal 17,4%, Centraal- en Oost-Europa 17,9%, Rusland 10,7%, Duitsland 7%, Frankrijk 7,5%, Griekenland/Cyprus 9,5%, VS/Canada 4,9%, Scandinavië 4,8%, Zwitserland 5,7%, de Benelux 3,4%, Italië 1,8% en Groot-Brittannië 1%.

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 fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

HalfjaarResultaten 2013

Na de zwakke resultaten van 2012 had niemand zwaar ingezet op de halfjaarcijfers van 2013. Onterecht, want Resilux deed het heel goed. De omzet steeg 7,5% tot 152,8 miljoen euro, de verkochte volumes namen 12,7% toe, dit terwijl de weersomstandigheden niet echt veel steun boden. De verkopen in Zuid-Europa herstelden, in West- en Centraal-Europa was er een stijging. In Rusland werd een lichte daling opgetekend. Door de lagere grondstoffenprijzen steeg de omzet in mindere mate dan het volume.

(in miljoen euro)	12H1	13H1	% change
Bedrijfsopbrengsten	142,03	152,75	7,5%
Toegevoegde waarde	28,831	31,677	9,9%
Bedrijfswinst	7,234	10,459	44,6%
Bedrijfscash-flow	13,725	16,646	21,3%
Financieel resultaat	-0,493	-0,579	
Courant resultaat	6,741	9,880	
Belastingen	-1,136	-2,336	
Bijdrage equivalentie	-1,452	-1,863	
Nettoresultaat, deel groep	4,153	5,681	36,8%
Winst per aandeel	2,10	2,87	36,8%

Doordat de personeelskosten daalden (vnl. door daling wisselkoersen versus de euro) en doordat de diensten & diverse goederen slechts 3,7% stegen, kon Resilux een 21% stijging van de EBITDA optekenen. De bedrijfswinst steeg zelfs 45%, dankzij een daling van afschrijvingen en waardeverminderingen.

Het financiële resultaat ging 0,1 miljoen euro achteruit. De rentelasten daalden 0,2 miljoen euro door een lagere financiële schuld, de wisselkoersverschillen waren niet in dezelfde mate positief als in 2012. Het sterke herstel van de rendabiliteit leidde wel tot een verdubbeling van de belastingen.

De bijdrage van de joint-venture Air0-Lux (verpakkingen die een alternatief zijn voor de klassieke aerosol-spuitbussen) was ook nu negatief, -1,9 miljoen euro versus -1,5 miljoen euro een jaar geleden. Het netto resultaat tot slot steeg 36,8% tot 5,681 miljoen euro, of 2,87 euro per aandeel.

Beoordeling

De betere resultaten in de eerste jaarthelft zijn zeker een opsteker en komen niet zomaar uit de lucht vallen. De voorbije jaren is Resilux consequent blijven investeren in zijn machinepark en in productontwikkeling (vnl. in barrièreproducten) en daar plukt het nu de vruchten van, ook is er wat hulp van een licht herstel in Zuid-Europa. Voor de tweede jaarthelft zijn de vooruitzichten heel gunstig. De positieve trend uit de eerste jaarthelft zet zich verder en daar bovenop komen de goede zomermaanden juli en augustus. Ook niet te onderschatten is de lagere volatiliteit en de licht dalende trend van de grondstoffenprijzen.

Wel tegenvallend is dat ondanks eerdere commentaren de joint-venture Air0-Lux 2013 niet met een resultaat in evenwicht zal afsluiten, maar met een verlies (we schatten 3,5 miljoen euro). De activiteit wordt er constant met vertraging geconfronteerd, alsook met hoge personeelskosten. De complexiteit van de nieuwe en baanbrekende technologie is daar de oorzaak van. Zo is er in de beginfase van de lancering van een nieuwe toepassing heel wat handwerk nodig, wat de personeelskost (tijdelijk) de hoogte in jaagt. Ook vragen de klanten Air0-Lux om zelf in te staan voor de afvulling van de spuitbussen, wat ook logistieke en praktische uitdagingen met zich brengt.

Dit alles neemt niet weg dat Air0-Lux een enorm groeipotentieel in zich heeft. Strengere wetgeving op het vlak van aerosol-spuitbussen zit er aan te komen en dat zal alle producenten van verzorgingsproducten verplichten om nieuwe verpakkingsopties te zoeken, vroeg of laat. Vandaag scoort Air0-Lux al goed met gel-spuitbussen, recent kwamen er ook spuitbussen bij voor meer liquide producten en schuimen.

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

Op de website van Air0-Lux (www.airopack.com) vinden we een overzicht van enkele contracten:

- **Super-Max:** is 's werelds tweede grootste producent van scheermesjes die sinds april 2012 spuitbussen met scheergel afneemt;
- **Remark Groep:** is een Nederlandse fabrikant en distributeur van drogisterij gerelateerde producten. Air0-Lux levert voor deze groep spuitbussen met scheergel onder het merk 'De Vergulde Hand'. Voor het merk Amando levert het spuitbussen voor 2 verschillende doucheschuimes en voor 2 gezichtscrèmes.
- **Nordictan:** is een Deense producent van zelfbruiningsproducten. Sinds april 2013 worden de eerste producten geleverd.

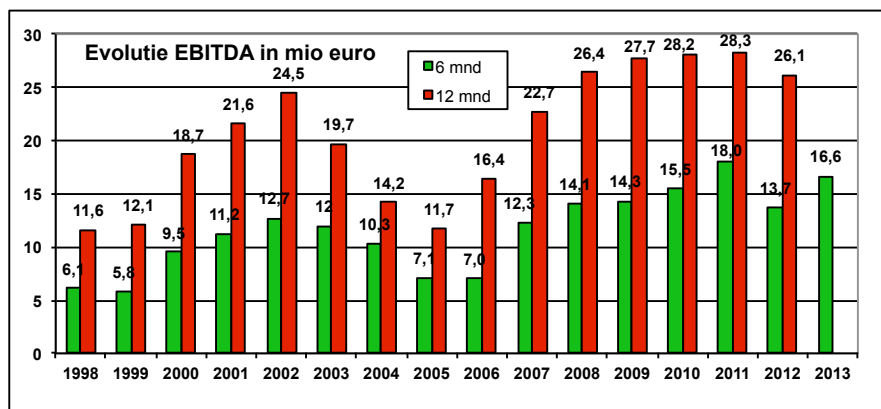
Diverse andere contracten liggen vandaag op de onderhandelingstafel, maar ze worden niet altijd bekend gemaakt voor concurrentiële redenen. Ook belangrijk is dat deze verpakkingstechnologie al 2 belangrijke prijzen in de wacht heeft gesleept. In 2011 werd de Edison Award in New York gewonnen, vorig jaar kreeg Air0-Lux de Gold DuPont Packaging Award.

Conclusie

Het aandeel Resilux is in een heel interessante fase terecht gekomen. Terwijl de basisactiviteiten van drankpreforms gestaag blijft groeien en sterke cashflows genereert, scoort Air0-Lux heel sterk met zijn baanbrekende verpakkingstechnologie. Spijtig genoeg komt dit laatste vandaag niet tot uiting in de cijfers van Resilux. Integendeel zelfs, door de hoge opstartkosten is er hoge negatieve bijdrage. Een waardering van Resilux op basis van die totale resultaten is dus niet aangewezen. Ons vroeger koersdoel van 69 euro is dus achterhaald en werd recent ook bereikt. We gaan dus over tot een splitsing waarbij we Resilux afzonderlijk waarderen en dan proberen we een waarde te kleven op het 50%-belang in Air0-Lux. Resilux afzonderlijk, dus zonder de negatieve bijdrage van Air0-Lux, krijgt in ons conservatief DCF-model een waarde mee van 93,8 euro per aandeel.

Air0-Lux waarderen is vandaag heel moeilijk. Maar we hebben een indicatie: de andere 50% van Air0-Lux bevindt zich in het Zwitserse beursgenoteerde IPS dat een beurswaarde heeft van 117 miljoen CHF (94 miljoen euro). IPS heeft wel nog enkele andere kleinere activiteiten, maar hun waarde is beperkt. Mochten we heel voorzichtig een waarde kleven van 20 miljoen euro op het 50%-belang in Air0-Lux, zal niemand ons dat kwalijk nemen. Dat is ongeveer 10 euro per aandeel Resilux en brengt ons koersdoel op 103,8 euro.

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.