



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

## RECTICEL

13 oktober 2015

Koers	5,12
Aantal aandelen (m)	53,4
Marktkapitalisatie (m)	273,4

Eigen vermogen FY14	166,2
Netto fin. schuld FY14	168,3

ROE '14	-5,9%
---------	-------

(in miljoen EUR)	FY11	FY12	FY13*	FY14	FY15E	FY16E
Bedrijfsopbrengsten	1.378,1	1.319,5	976,8	983,4	1.020,0	1.053,0
Groei in %	2,2%	-4,3%	n.r.	0,7%	3,7%	3,2%
EBIT	42,00	39,70	-20,89	8,78	32,00	42,20
EBIT%	3,0%	3,0%	-2,1%	0,9%	3,1%	4,0%
EBITDA	88,80	81,10	13,60	36,80	62,00	71,00
EBITDA%	6,4%	6,1%	1,4%	3,7%	6,1%	6,7%
Financieel resultaat	-16,68	-14,30	-11,35	-12,83	-13,20	-8,00
Netto resultaat, deel groep	17,42	17,60	-36,14	-9,75	11,80	24,00

	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
Winst per aandeel	0,60	0,61	-1,27	-0,34	0,26	0,45
Netto dividend	0,21	0,22	0,15	0,15	0,17	0,18
Koers/winstverhouding **	7,57	8,66	n.r.	-12,49	19,32	11,39
Dividendrendement **	4,6%	4,1%	3,2%	3,5%	3,2%	3,5%

\*: vanaf 2013 geldt een andere consolidatiemethode voor joint-ventures

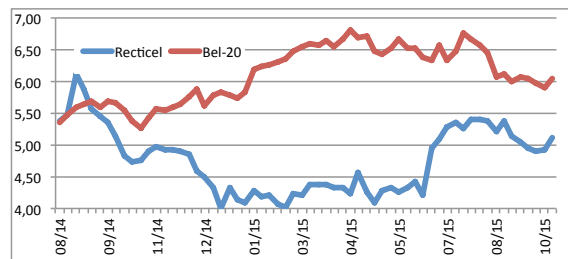
\*\* : op basis van koersen op het jaareind, voor 2015E en 2016E huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

### 1. Bedrijfsomschrijving

Recticel is een producent van polyurethaanschuimproducten, half en volledig afgewerkt. De groep telde eind 2014 7.600 werknemers, verdeeld over bijna 100 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 2014): vnl. half-afgewerkte producten in zacht polyurethaanschuim. De twee deeldomeinen zijn 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 voor de bouw. De tak industriële isolatie werd begin 2015 verkocht.
- Automobiel (19% van omzet): productie van zetelkussens en van interieurbekleding (dashboardhuiden en deurpanelen).



Door een nieuwe IFRS-regel worden de joint-ventures waarin Recticel een belang heeft van 50% vandaag volgens de vermogensmutatie geconsolideerd (in resultatenrekening wordt slechts 50% van de winst in rekening gebracht). Vroeger werden alle posten voor 50% in de resultatenrekening en de balans verrekend (in onze cijfertabel tot 2012). Hierdoor verdween een zeker deel van de omzet uit die resultatenrekening. Voor die reden geeft Recticel de gecombineerde data (cijfers zoals vroeger) naast de geconsolideerde data.

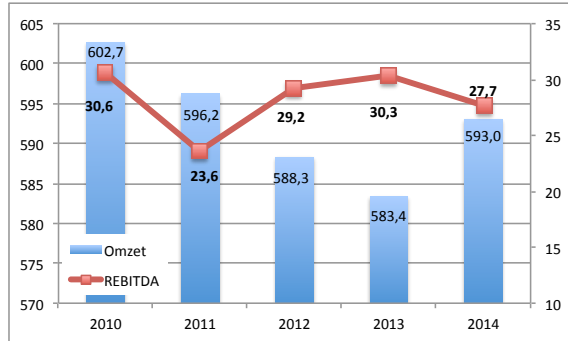
De belangrijkste operatie die tot dusver in 2015 plaats vond, is de kapitaalverhoging van 75,9 miljoen euro die in mei doorgevoerd werd. Deze bracht de netto financiële schuld naar een meer aanvaardbaar niveau van 112,2 miljoen euro eind juni 2015 (was 168,3 miljoen euro eind 2014).

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.

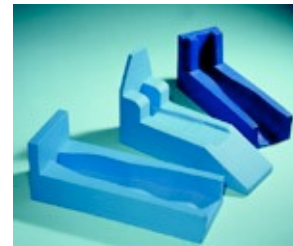
## 2. Soepelschuim

Het segment soepelschuim (flexible foam in het Engels) produceert halfafgewerkte producten in flexibel polyurethaanschuim. Het heeft 2 subsegmenten: comfort (61,9% van segmentomzet) en technische schuimen (38,1% van segmentomzet). Geografisch wordt het grootste deel in Europa gerealiseerd, in technische schuimen is dat tot in Noord-Amerika, Azië en Noord-Afrika. Zelf is de groep actief in China en India, met geplande uitbreidingen in de V.S. en Marokko.



**Comfort:** productie van grote schuimblokken die in een 2<sup>e</sup> fase gesneden en verwerkt worden als onderdelen voor de zetel- en matrassenindustrie. De groep heeft diverse merknamen in dit domein zoals Comfort Bultex (schuimen met een sterk vormherstellend vermogen voor in zetels, kussens,...), Sensus (visco-elastische schuimen bijvoorbeeld als matrassenmateriaal dat zich aanpast aan de lichaamscontouren) en Foam for Care (schuimen voor in de gezondheidssector, bv. rolstoel- en positioneringskussens).

Illustratie: Foam for Care (beensteun)



**Technische schuimen:** het betreft heel specifieke toepassingen voor nichemarkten. Enkele voorbeelden zijn: sponzen, filters, verfrullen, geluidsisolatie, trilabsorptie, brandvertragende delen (voor in kleding),... . Recent werd een nieuwe generatie akoestische schuimen ontwikkeld die toeliet om mooie contracten van Boeing binnen te halen.

Illustratie: akoestische schuimen



In India zijn er ook mogelijkheden in industriële akoestiek door de strenge normen die er van toepassing zijn op geluidsdemping bij energie-opwekking. Ondertussen levert Recticel ook trilabsorberend materiaal aan SpaceX.

De afdeling was de voorbije jaren het onderwerp van diverse herstructureringen. In 2013 werd een productie-eenheid in Groot-Brittannië gesloten en samen gevoegd met een ander, in Spanje vond een gelijkaardige operatie plaats. Tevens werden de Noorse vormschuimactiviteiten verkocht. In 2014 werd een eenheid in Nederland gesloten, in India daarentegen werd er een tweede geopend. In 2015 werden er in Spanje, Turkije, Nederland, Engeland en Zweden bijkomende maatregelen getroffen. Vandaag telt dit segment 26 productie-eenheden.

Soepelschuim is het segment dat het meest gevoelig is op concurrentieel vlak (soms volatiele prijsvorming) en wat grondstoffenprijzen betreft. In 2014 werd ze bijzonder getroffen door het wegvallen van Europese productiecapaciteit (Shell in Nederland) in polyolen, wat tot een sterke prijsstijging heeft geleid. In de loop van 2015 is de situatie zich beginnen te normaliseren. De comfortafdeling is meer actief in de 'commodity' markt, technische schuimen meer in specialiteiten.

---

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

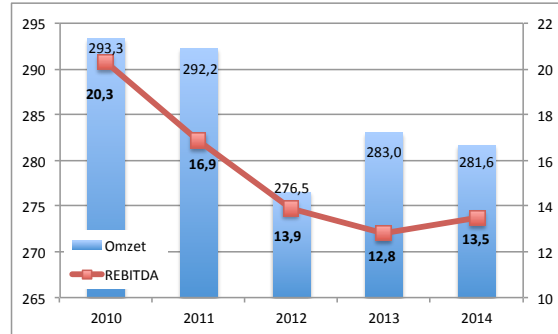
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt 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

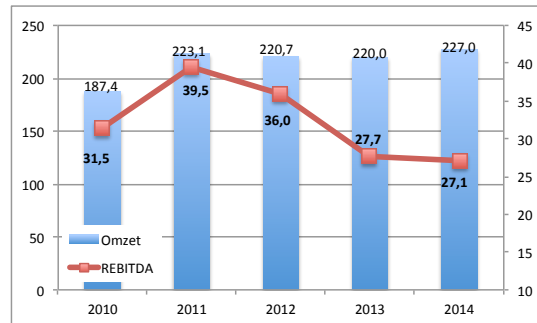
### 3. Slaapcomfort

De afdeling slaapcomfort of bedding produceert en commercialiseert matrassen en lattenbodems, met eigen merken en onder huismerken. Enkele merknamen zijn Beka, Lattoflex, Literie Bultex, Superba, Swissflex, Schlaraffia en Sembella. Recent werd het concept Geltex inside gelanceerd. Geltex combineert eigenschappen zoals optimale drukverdeling, ideale ondersteuning en maximale luchtdoorlaatbaarheid en temperatuurbeheersing. Op geografisch vlak is de groep actief in België, Oostenrijk, Duitsland, Polen, Zwitserland, Nederland en Scandinavië. Tevens is er een beperkte export naar Frankrijk, Italië, Oost-Europa, China en Australië. Ook in bedding zijn herstructureringen aan de orde. In 2014 werd een eenheid in Zwitserland gesloten, in 2015 was dat in Nederland en Duitsland, tevens werd er geherstructureerd in België en Polen. Bedding telt 11 productie-eenheden. Minder positief is het feit dat in 2014 een schikking voor 8,2 miljoen euro werd getroffen met het Duitse Federale Kartelbureau. De groei van deze activiteit ligt vooral in de merkproducten die vandaag sterk profiteren van het innovatieve Geltex en kunnen rekenen op belangrijke marketinginspanningen. Dit laat de groep toe zijn marktaandeel in Europa te verhogen, alsook de rendabiliteit en de winstmarge.



### 4. Isolatie

In 2014 waren er 2 subsegmenten, enerzijds bouwisolatie (93,2% van segmentomzet), anderzijds industriële isolatie (6,2% van segmentomzet). Begin 2015 werd **industriële isolatie** echter afgestoten door de verkoop (8,5 miljoen euro) van 50% in de joint-venture Kingspan Tarec Industrial Insulation (opgericht in 2006, omzet 31 miljoen euro) met een meerwaarde van 1,5 miljoen euro. Ze is actief in de isolatie van pijpen/buizen en staat sterk in de proces- en petrochemische industrie.



In **bouwisolatie** produceert de groep isolatiepanelen voor de woningbouw, voor industriële gebouwen en voor de landbouwsector voor de isolatie van vloeren, muren, platte en hellende daken. De groep heeft 3 productievestigingen, in België (Wevelgem), Groot-Brittannië en Frankrijk (vanaf 2013). Deze activiteit profiteert van de toename van de structurele vraag naar bouwisolatieproducten door striktere normen en regelgeving voor isolatie die in alle Europese lidstaten toegepast zal worden. Recticel is marktleider in België, heeft een leiderspositie in Groot-Brittannië, Frankrijk en Nederland en verkoopt in Duitsland en Polen. Ze wil verder uitbreiden in Europa in bestaande en nieuwe landen en heeft ook ambitie om buiten Europa actief te worden. Polyurethaan is een van de meest performante isolatiematerialen en wint marktaandeel van polystyreen en rots- of glaswol. Dit liet Recticel in bouwisolatie toe de voorbije jaren een concurrentieel voordeel op te bouwen met haar innovatieve panelen. Ondertussen heeft de concurrentie de achterstand ingehaald met de introductie van eigen polyurethaanpanelen en confronteert ze Recticel met iets meer prijsdruk. Met hogere volumes en kostenverlagende maatregelen slaagt ze er niettemin in de rendabiliteit verder te laten stijgen.

**VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12**

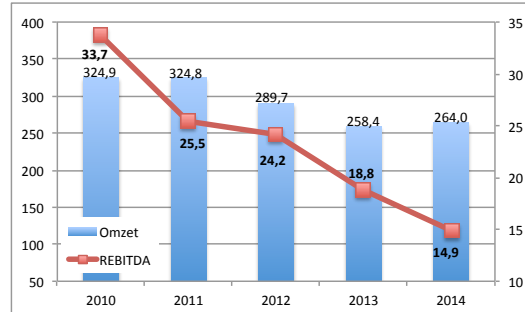
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt 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

## 5. Automobiel

Het segment automobiel omvat 3 subsegmenten, met name Recticel Automotive (41,2% van segmentomzet), Proseat (54,8% van segmentomzet) en Exteriors (4% van segmentomzet). **Recticel Automotive** is gespecialiseerd in interieurbekleding (interiors) van personenauto's, waarbij gebruik gemaakt wordt van de Colo-Fast spray-technologie. Het product is een milieuvriendelijk alternatief voor PVC-bekleding en scoort goed voor meer luxueuze voertuigen.



In interiors heeft de groep vandaag 10 productievestigingen in 4 landen, eerder dit jaar werden er 2 opgestart in China. In Duitsland ging er een dicht ten gevolge van het aflopen van een contract met Mercedes.

Rechts geven we een overzicht van de verschillende contracten in de portefeuille, met begin- en einddatum.

**Proseat** is een 51%/49% joint-venture tussen Recticel en Woodbridge. Proseat produceert zetelkussens, evenals andere onderdelen van autozetels en heeft 6 fabrieken in 6 Europese landen (Duitsland, Spanje, Polen, Tsjechië, Groot-Brittannië en Frankrijk). Woodbridge zelf is een Canadese privé-groep met 8.000 werknemers en 60 fabrieken wereldwijd en is wereldmarktleider in polyurethaan-toepassingen voor de automobielsector. Proseat lijkt strategisch niet zo belangrijk te zijn voor Recticel, dat in feite verkoper is. De enige mogelijke koper is Woodbridge, maar deze heeft net een financiële herstructurering achter de rug, waardoor de financiële middelen ontbreken om Recticel uit te kopen. Deze activiteit staat wel onder druk, in die zin dat de grote automobiefabrikanten dit type van activiteit opnieuw zelf willen uitvoeren, terwijl dit in de voorbije jaren stevast uitbesteed werd. Regelmatige herstructureringen zijn hier dan ook aan de orde (in 2015 sluiting Rüsselsheim in D).

OEM	Model	Start of Production (new programs)	Estimated End of Production
BMW	1 Series		2018
BMW	1 Series Coupé/Cabrio		2020
BMW	3 Series		2019
BMW	5 Series (new Europe)	Mar 2017	2024
BMW	5 Series (new China)	May 2017	2024
BMW	6 Series		2017
Freightliner	Freightliner (truck)		2017
Mercedes	C-Class		2015
Mercedes	E-Class		2016
Mercedes	E-Class (new Europe)	Nov 2015	2022
Mercedes	E-Class (new China)	Jun 2016	2023
Mercedes	E-Class Coupé/Cabrio		2017
Mercedes	R-Class		2017
Mercedes	Viano / Vito		2014
Opel	Zafira		2015
Peugeot	508		2017
Porsche	Macan	Nov 2013	2020
Scania	Cuite		2017
Skoda	Superb	Oct 2014	2015
Volkswagen	Golf Plus (new)	Oct 2014	2021
Volkswagen	Model S (China)		2017
Volkswagen	Model X (China)		2014
Volkswagen	Passat		2014
Volkswagen	Passat (new)	May 2014	2021
Volvo	S60 / V60		2020
Volvo	S80 / V70		2016
Volvo	XC60		2021
Volvo	3 models	-	-
Youngman	Youngman		2016

Updated situation December 2013.

In Duitsland kwam er dan weer een nieuwe fabriek die zich richt op EPP-onderdelen (geëxpandeerd polypropyleen), lichtgewicht auto-onderdelen met een gunstige schokdempingsmogelijkheid.

**Exteriors** tot slot produceert en verkoopt het kleurvaste polyurethaan Colo-Fast voor gebruik in de automobielsector. Het betreft de levering van de grondstoffen voor de productie van inkapselingonderdelen voor autoruiten (of voor zonnepanelen) aan BASF. Recticel heeft deze activiteit zelf enkele jaren geleden verkocht, maar mag er nog altijd de grondstoffen voor leveren. In het overzicht van de automobielcontracten in interiors merken we dat er op korte termijn enkele nieuwe contracten opgestart zullen worden, wat steeds opstartkosten en iets hogere investeringen met zich brengt. Tot slot wijzen we er nog op dat de zetelkussenactiviteit een 'commodity' business is, interiors heeft meer toegevoegde waarde, maar is dan ook meer kapitaalintensief.

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.



## 6. Halfjaarresultaten 2015

Dankzij een voorzichtig economisch herstel in Europa en dankzij gunstige wisselkoersevoluties kon Recticel een 5,1% omzetstijging (geconsolideerd) optekenen. De wisselkoersen waren goed voor 3,1% van de omzetgroei. Op gecombineerde basis was er een omzetstijging van 4,7%.

De rendabiliteit ging er nog sterker op vooruit door die hogere omzet, door lagere kosten en diverse besparingen en door de inspanningen uit het verleden. Tevens was er een positieve impact vanwege de lagere grondstoffenprijzen en door een betere productmix (meer producten met een hogere marge). De daling van de niet-recurrente kosten (vooral t.g.v. herstructureringen) van -12,7 naar -4,8 miljoen euro speelde eveneens een positieve rol. In 2014 was er een kost van 8,2 miljoen euro m.b.t. de schikking met het Duitse Federale Kartelbureau, in 2015 was er een meerwaarde van 1,5 miljoen euro op de verkoop van het 50% belang in industriële isolatie.

De sterke stijging (+209%) van de EBIT of bedrijfswinst was voor een deel het gevolg van de daling van de niet-recurrente kosten hierboven vermeld. Belangrijker is het te kijken naar de evolutie van de recurrente EBIT of REBIT. Die steeg 29,1% tot 24,8 miljoen euro. De recurrente bedrijfscashflow of REBITDA steeg 15,7% tot 42,9 miljoen euro. De bespreking per segment geeft meer details.

in miljoen euro	14H1	15H1	Δ14/15
Omzet (gecombineerd)	637,8	667,5	4,7%
EBIT (gecombineerd)	6,5	20,0	209,0%
EBITDA (gecombineerd)	24,4	38,8	59,0%
REBIT (gecombineerd)	19,2	24,8	29,1%
REBITDA (gecombineerd)	37,0	42,9	15,7%
Fin. resultaat	-7,0	-7,5	n.r.
Belastingen	-3,8	-4,4	n.r.
Resultaat, deel groep	-6,5	5,0	n.r.
Winst per aandeel	-0,23	0,14	n.r.

Het financiële resultaat ging 0,5 miljoen euro achteruit en kwam uit op -7,5 miljoen euro, door een hogere rentelast (hogere gemiddelde schuld) en door ongunstige wisselkoersverschillen. De belastingen stegen 0,6 miljoen euro (gebruik van overdraagbare verliezen leidt tot terugboeking uitgestelde belastingen). Het netto resultaat deel van de groep bedroeg 5 miljoen euro, per aandeel is dat 0,14 euro.

Bij de segmenten merken we dat elk erin geslaagd is de omzet te verhogen. En met uitzondering van automobiel nam de REBITDA in elk segment toe.

Gecombineerde data (in miljoen euro)	Omzet			REBITDA		
	14H1	15H1	Δ14/15	14H1	15H1	Δ14/15
Soepelschuim	300,1	305,9	1,9%	16,6	20,4	23,1%
Slaapcomfort	135,4	143,5	5,9%	3,3	6,0	79,9%
Isolatie	103,3	113,3	9,7%	12,4	16,1	29,9%
Automobiel	140,6	142,9	1,6%	12,8	9,5	-25,3%
Eliminaties/Corporate	-41,6	-38,0	-8,6%	-8,0	-9,2	14,1%
TOTAAL	637,8	667,6	4,7%	37,0	42,9	15,7%

**Soepelschuim** (omzetgroei van 1,9%) kon profiteren van een verbeterde vraag naar technische schuimen, alsook van hogere verkopen buiten Europa. De rendabiliteit (REBITDA +22,9%) steeg in belangrijke mate dankzij een normalisering van de grondstoffenprijzen.

In **slaapcomfort** (omzet +5,9%) groeiden de eigen merken dankzij Geltex en de nieuwe collectie boxsprings, ondersteund door hogere marketinginspanningen. De REBITDA kende een opmerkelijke toename van 79,9% door de betere productmix (verkoop van producten met een hogere marge). **Isolatie** zette de sterkste omzetgroei (+9,7%) neer, met een heel sterke prestatie in het 2<sup>e</sup> kwartaal (+15,2%). De REBITDA steeg 29,9% ondanks de prijsdruk, dankzij de hogere volumes, de kostenverlagingen en de lagere grondstoffenprijzen.

**Automobiel** tot slot kende een beperkte omzetgroei van 1,6%. De omzet bodemt uit doordat bepaalde programma's op hun einde lopen en de nieuwe nog niet operationeel zijn. Wel zijn er al de opstartkosten voor die nieuwe programma's in interiors, wat de REBITDA-daling verklaart.

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

## **7. Evolutie en potentieel**

Recticel heeft in de vorige eeuw een ongebreidelde expansie gekend in enkele van zijn segmenten, maar die uitgebreide structuur met een groot aantal joint-ventures heeft niet de verwachte resultaten opgeleverd, waardoor belangrijke ingrepen zich opdrongen. Tevens steeg de netto financiële schuld tot een moeilijk houdbaar niveau. Met het probleem van de hoge financiële schuld werd dit jaar deels komaf gemaakt middels een kapitaalverhoging.

Met de grote schoonmaak werd gestart in 2010 met het aantreden van een nieuwe CEO. Sindsdien werden belangrijke stappen gezet in de vereenvoudiging van de groepsstructuur, wat tevens productiviteitswinsten heeft opgeleverd, maar ook herstructureringskosten. Die bedroegen ongeveer 60 miljoen euro. In die 5 jaar werd het aantal fabrieken afgebouwd van 128 naar 99, daalde het personeelsbestand met 2.300 personen om uit te komen op 7.600, het aantal joint-ventures zakte van 22 naar 12 en het aantal dochterondernemingen werd afgebouwd van 119 naar 90. Tevens werd een groot aantal productreferenties geschrapt door hun beperkte verkoop of te lage marge. Wat de individuele segmenten betreft, kunnen we het volgende toevoegen:

**Soepelschuim:** kent traditioneel de hoogste volatiliteit qua marges door de directe impact van de grondstoffenrijzen en de volatiliteit van de prijs op de eindmarkten. Deze afdeling onderging dan ook de meeste herstructureringen. Er werd ook geïnvesteerd, zowel op geografisch als op producttechnisch vlak. Zo heeft de groep nu (kleinschalige) vestigingen in China en India en doen de technische schuimen het helemaal niet slecht. De diverse contracten in akoestische schuimen zijn hier een illustratie van. Het gaat tevens om producten met een hogere toegevoegde waarde en marge. Dat de omzet in comfort in de eerste 6 maanden van 2015 met -0,7% daalde en deze van technische schuimen met 6% steeg, zegt genoeg. Wat de toekomst betreft, moet de afdeling na al de herstructureringen en de meer stabiele omgeving qua grondstoffenrijzen in staan zijn om binnen 2 à 3 jaar zijn REBITDA-marge tot 8% à 9% te verhogen, niveaus die enkele jaren gerealiseerd werden. Na 6 maand in 2015 was dat 6,7%, in 2014 4,7%. In absolute cijfers betreft het een mogelijke verbetering van 6 miljoen euro. Bij dit vooruitzicht houden we geen rekening met de impact van een hogere omzet.

**Slaapcomfort:** kreeg slechts beperkt af te rekenen met herstructureringen, in de nabije toekomst zullen waarschijnlijk nog een aantal maatregelen genomen worden. Zo opereerde elke afdeling vooral nationaal met een eigen geïntegreerde productie. Recent werd er van start gegaan met een meer gestandaardiseerde en gecentraliseerde productie die aan de verschillende landen en merken zal leveren. Ook wordt gewerkt aan minder complexiteit in producten.

Een ander belangrijk element betreft het sterk inzetten op technologische innovaties (bv. Geltex) en op de uitbouw van de eigen merken. De combinatie van deze twee elementen, ondersteund door de nodige marketinginspanningen, begint duidelijk zijn vruchten af te werpen. Het bedrijf merkt tevens dat er zich een zeker herstel van het consumentenvertrouwen voor doet.



De verkoop onder huismerken wordt nu iets minder strategisch en dat uit zich door het schrappen van sommige minder rendabele producten. In 2014 realiseerde slaapcomfort een REBITDA-marge van slechts 4,8%, in de eerste helft van 2015 was dat ook 4,8%, gevoelig beter dan de 2,5% uit de eerste helft van 2014. Maar deze niveaus zijn veel te laag en moeten op termijn kunnen herstellen naar 10% (was 7% in 2010). Binnen een 2 à 3 jaar rekenen we erop dat de REBITDA van dit segment met een 15 miljoen euro kan verbeteren.

---

**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 veelelvoudigd 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

**Isolatie:** kende 2 belangrijke evoluties, enerzijds gingen de activiteiten in industriële isolatie de deur uit, anderzijds werd er sterk geïnvesteerd in bouwisolatie. Van slechts een fabriek in België, ging het naar 3 fabrieken (Groot-Brittannië en Frankrijk). Tevens lanceerde het een productaanbod gericht op de doe-het-zelf markt. Dankzij een heel goede capaciteitsbenutting slaagt Recticel er ondanks de prijsdruk in de rendabiliteit hoog te houden.

Op een termijn van 2 tot 3 jaar moet deze afdeling haar REBITDA met minimaal 4 miljoen euro kunnen verhogen. We rekenen hiervoor op een betere bezetting van de nieuwe Franse fabriek, alsook op de geplande productie-uitbreiding in Groot-Brittannië.



**Automobiel:** Proseat (zetelkussens) kampt met een lage rendabiliteit door de tragere impact van de herstructureringen (negatieve impact in 2014 en begin 2015) en door de volatiele grondstoffenprijzen. Dat de joint-venture partner van Recticel in Proseat verzwakt is door een hoge boete die betaald moest worden, maakt de zaken er niet makkelijker op. Op termijn moet de REBITDA-marge wel van gemiddeld 6% naar 8% kunnen stijgen. Op een sterke omzetgroei van Proseat moet niet gerekend worden. De joint-venture richt zich immers alleen op Europa en kent een relatief stabiel omzetverloop.



Interiors gaat een mooie toekomst tegemoet door het binnenhalen van een nieuwe reeks contracten, waarvan het eerste eind 2015 zal beginnen bij te dragen. Die nieuwe contracten zijn het gevolg van een hernieuwde interesse van Recticel voor deze activiteit nadat het een tweetal jaren de kat uit de boom keek. Dat is de reden waarom de omzet op jaarbasis terugviel van 150 miljoen euro naar ongeveer 105 miljoen euro nu. De nieuwe contracten moeten een herstel naar opnieuw die 150 miljoen euro toelaten, alsook een herstel van de marge.



Dit neemt niet weg dat Recticel verkoper blijft van dit subsegment. Dit type van activiteiten is te kapitaalintensief, waardoor het rendement op ingezet vermogen te laag is.

Het afronden van de eerste herstructurering bij Proseat en de bijdrage van de nieuwe contracten in interiors moeten het segment automobiel toelaten om binnen 2 à 3 jaar de REBITDA te verhogen met minstens 10 miljoen euro, zijnde een verbetering van de EBITDA-marge met iets meer dan 3% (was 6,7% in eerste helft van 2015 en 5,6% in 2014).

---

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

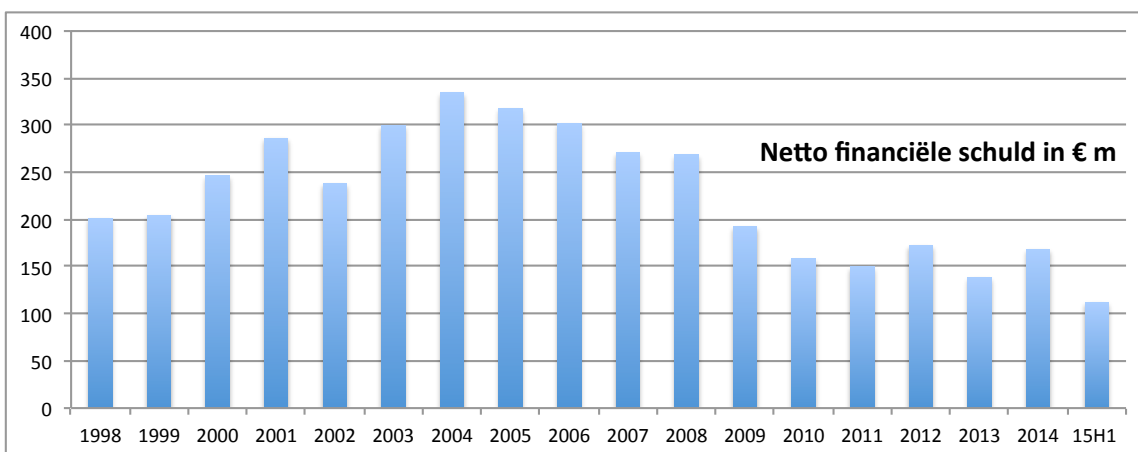


VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

## 8. Netto financiële schuld

Om de relatief zware kapitaalverhoging van enkele maanden geleden in het juiste perspectief te plaatsen, is het nuttig om de schuldproblematiek op een langere periode te bekijken. Zo merken we dat de netto financiële schuld piekte in de periode 2003-06 met cijfers van 300 miljoen euro en meer. Vanaf 2007 werd de daling ingezet en 'met dank' aan de financiële crisis daalde deze verder, door een lager werkkapitaal en lagere investeringen. Op te merken valt dat sinds 2010 de daling stilviel, wat te verklaren is door de diverse investeringen die verricht werden, in een periode die gepaard ging met hoge uitzonderlijke kosten en een mindere rendabiliteit.

Dankzij de kapitaalverhoging van juni 2015 werd de schuld structureel verminderd met een belangrijk bedrag, maar die afbouw wordt wel tijdelijk beperkt door de toename van het werkkapitaal (functie van de omzetgroei) en door de diverse investeringen (bv. in automotive/interiors voor de opstart van de nieuwe contracten).



## 9. Conclusie

Recticel heeft zijn grote hersteloperatie nog niet volledig achter de rug, maar er is al een grote weg afgelegd. In combinatie met een geleidelijke economisch herstel in de eurozone kan dat Recticel toelaten om in de volgende 2 à 3 jaar de EBITDA met 30 tot 35 miljoen euro te verhogen op jaarbasis. T.o.v. de 60 miljoen euro EBITDA (gemiddelde verwachting van de financiële analisten) voor 2015 houdt dit een belangrijk potentieel in.

Wat ons koersdoel betreft, houden we slechts met de verwachte verbetering voor 2016 (EBITDA van 71 miljoen euro) en dat levert een conservatief cijfer van 6,70 euro op. We herhalen dat dit cijfer geen rekening houdt met de situatie na 2016, de groei na 2016 komt er dus gratis bij. Maar zelfs zonder dat potentieel na 2016 heeft het aandeel een mooi stijgingspotentieel.

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