



www.vfb.be

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

RESILUX

9 september 2014

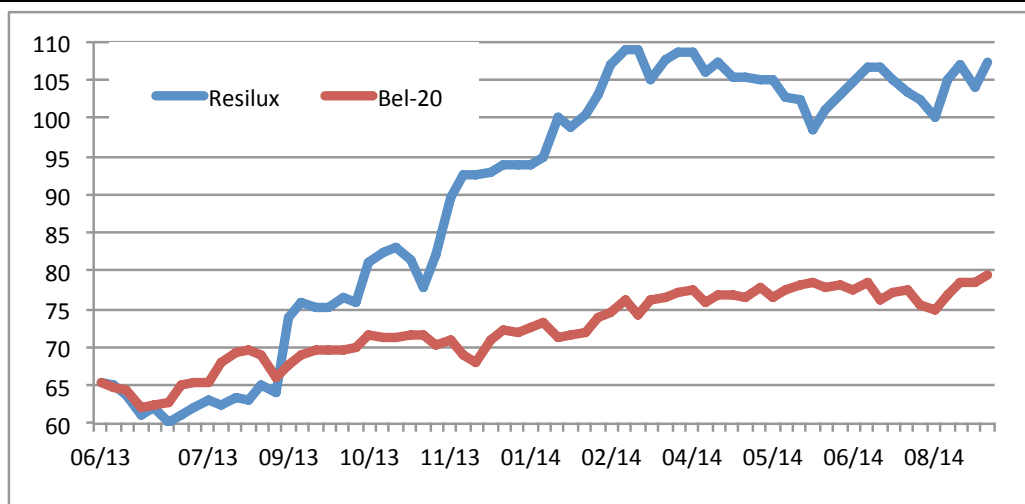
| | |
|------------------------|---------------|
| Koers | 107,75 |
| Aantal aandelen (m) | 2,025 |
| Marktkapitalisatie (m) | 218,2 |

| | |
|------------------------|-------|
| Eigen vermogen FY13 | 78,76 |
| Netto fin. schuld FY13 | 38,90 |
| ROE '13 | 11,4% |
| ROCE '13 | 12,4% |

| (in miljoen EUR) | FY09 | FY10 | FY11 | FY12 | FY13 | FY14E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Omzet | 201,54 | 233,61 | 286,50 | 285,76 | 299,58 | 293,50 |
| Groei in % | -4,1% | 15,9% | 22,6% | -0,3% | 4,8% | -2,0% |
| EBIT | 17,020 | 19,100 | 14,680 | 13,662 | 17,211 | 18,600 |
| EBIT% | 8,4% | 8,2% | 5,1% | 4,8% | 5,7% | 6,3% |
| EBITDA | 27,655 | 30,000 | 28,280 | 26,142 | 30,648 | 32,793 |
| EBITDA% | 13,7% | 12,8% | 9,9% | 9,1% | 10,2% | 11,2% |
| Financieel resultaat | -3,631 | -3,100 | -3,780 | -1,606 | -2,043 | -2,150 |
| Netto resultaat | 11,055 | 12,800 | 7,989 | 7,076 | 8,973 | 12,450 |
| Netto cashflow | 21,690 | 23,700 | 21,589 | 19,556 | 22,410 | 26,643 |

| | FY09 | FY10 | FY11 | FY12 | FY13 | FY14E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Winst per aandeel | 5,58 | 6,46 | 4,03 | 3,57 | 4,43 | 6,15 |
| Cash-flow per aandeel | 10,71 | 11,70 | 10,90 | 9,88 | 11,07 | 13,16 |
| Netto dividend | 1,13 | 1,24 | 1,24 | 1,24 | 1,30 | 1,35 |
| Koers/winstverhouding * | 8,19 | 8,89 | 12,76 | 14,77 | 24,32 | 17,52 |
| Dividendrendement * | 2,5% | 2,2% | 2,4% | 2,3% | 1,2% | 1,3% |

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2013 en 2014E 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 2013 waren (als percentage van het volume): Spanje/Portugal 17%, Centraal- en Oost-Europa 19%, Rusland 11%, Duitsland 7%, Frankrijk 7%, Griekenland/Cyprus 9%, VS/Canada 5%, Scandinavië 5%, Zwitserland 6%, de Benelux 4%, Italië 2% en Groot-Brittannië 1%. Andere markten staan voor de resterende 7%.

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.



Halfjaarresultaten 2014

Door meer de nadruk te leggen op producten met een hogere toegevoegde waarde (flessen, bokalen, barrièreproducten en in-house projecten, is Resilux minder afhankelijk geworden van de weersomstandigheden en kan het periode na periode een beter resultaat neer zetten.

De omzetevolutie (-3,3%) is wel minder belangrijk, want die weerspiegelt ten dele de evolutie van de grondstoffenprijzen, prijzen die licht daalden in de afgelopen periode. Meer van belang is de evolutie van de verkochte volumes, die kenden een toename van 3,3%.

In West-Europa, Rusland en de V.S. was er een stijging, in Centraal- en Oost-Europa was er een daling van de verkoop van preforms.

Doordat de kostprijs van handelsgoederen meer daalde dan de omzet en doordat de stijging/daling van de andere kosten min of meer in evenwicht was, kon Resilux een 8% stijging van de EBITDA optekenen. De bedrijfswinst steeg iets meer (+9,1%).

Het financiële resultaat ging 1,2 miljoen euro achteruit. De rentelasten stegen 0,1 miljoen euro door een hogere financiële schuld, de wisselkoersverschillen waren in evenwicht (vorig jaar +0,3 miljoen euro). Het grote verschil zat in de minwaarde op financiële indekkingsinstrumenten ten bedrage van 0,7 miljoen euro. De belastingen daalden door minder uitgestelde belastingen (opzetten van gebruik van overdraagbare verliezen in toekomst).

De bijdrage van de joint-venture Air0-Lux (verpakkingen die een alternatief zijn voor de klassieke aerosol-spuitbussen) was nog negatief (-1,135 miljoen euro), maar dit is een verbetering t.o.v. de -1,863 miljoen euro van een jaar geleden. De productie draait er nu op een gevoelig hoger en meer geautomatiseerd niveau, het moment waarop break-even gedraaid zal worden, komt geleidelijk aan dichterbij.

Het netto resultaat tot slot steeg 16,4% tot 6,612 miljoen euro, of 3,34 euro per aandeel.

De netto financiële schuld steeg van 38,6 miljoen euro eind juni 2013 naar 51,8 miljoen euro eind juni 2014, voornamelijk het gevolg van een lager gebruik van leverancierskrediet door meer contante betalingen (waardoor een korting ontvangen wordt).

Bedrijfsbezoek bij Air0-Lux en Resilux Zwitserland

In 2009 richtte Resilux samen met een Nederlandse industrieel de joint-venture Air0-Lux op. De Nederlander bracht zijn participatie onder in de lege Zwitserse beursschelp I.P.S., waardoor Air0-Lux indirect een beursnotering kreeg. De joint-venture zou op basis van gepatenteerde technologie spuitbussen produceren die gebruik maken van onschadelijke perslucht i.p.v. drijfgassen of aerosols. In een tweede fase werden de patenten op deze technologie door I.P.S. overgekocht van de Nederlandse industrieel. De effectieve ontwikkeling en productie van de verpakkingen zou plaats vinden in een afzonderlijke hal bij Resilux Zwitserland.

Met deze nieuwe verpakkingvorm richt de joint-venture zich op producten met een gemiddelde tot hoge viscositeit zoals gels, crèmes en schuim, vnl. in het domein van verzorgingsproducten. Een van de eerste klanten was Super-Max (met zetel in Dubai), een wereldwijde speler in scheerproducten die pionierde met de Air0-Lux spuitbussen voor zijn scheergel. Ondertussen telt de joint-venture een vijftal klanten, waarvan de belangrijkste ongetwijfeld Procter & Gamble is.

| (in miljoen euro) | 13H1 | 14H1 | % change |
|----------------------------|--------|--------|----------|
| Bedrijfsopbrengsten | 152,75 | 147,72 | -3,3% |
| Toegevoegde waarde | 31,677 | 33,744 | 6,5% |
| Bedrijfswinst | 10,459 | 11,415 | 9,1% |
| Bedrijfscash-flow | 16,646 | 17,976 | 8,0% |
| Financieel resultaat | -0,579 | -1,772 | |
| Courant resultaat | 9,880 | 9,643 | -2,4% |
| Belastingen | -2,336 | -1,896 | |
| Bijdrage equivalentie | -1,863 | -1,135 | |
| Nettoresultaat, deel groep | 5,681 | 6,612 | 16,4% |
| Winst per aandeel | 2,87 | 3,34 | 16,4% |

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.



Andere klanten zijn Elizabeth Arden, het Amerikaanse Method (overgenomen door Ecover in 2012), het Deense Nordictan en de Nederlandse Remark Group, een producent van drogisterij gerelateerde producten. Remark is niet onbelangrijk daar het de verpakkingstechnologie van Air0-Lux gebruikt voor een viertal verschillende producten/merken: Amando (douchegel), Vogue (deodorant), De Vergulde Hand (scheergel) en Therme (doucheschuim).

Ontegensprekelijk is het duurzame aspect van deze verpakkingstechnologie een belangrijke factor die op commercieel vlak uitgespeeld wordt. Zo heeft de Remark Group de website www.careforclimate.info ontworpen met directe links naar de verschillende producten van de groep. Ook voor het ecologische Method dat een luchtverser lanceerde, is het innovatieve en milieuvriendelijke karakter van de technologie heel belangrijk. In feite is er meer, want de Method-producten worden in de V.S. vooral gecommmercialiseerd door de distributiegroep Target (nummer 2 in V.S.), dat eveneens heel ambitieus is op het vlak van het duurzame karakter van de producten die het verdeelt.

Het aantrekken van Procter & Gamble is ongetwijfeld het meest spraakmakende. P&G heeft als doel om op termijn 100% van zijn producten te verdelen in hernieuwbare en/of gerecycleerde materialen en vindt zeker zijn gading in de Air0-Lux technologie. Tot op vandaag heeft de commercialisering van haar scheergel in Air0-Lux spuitbussen nog niet plaats gevonden, we denken dat de groep eerst haar eigen distributiecentra volop belevert om dan later met een nationale actie (in de V.S.) uit te kunnen pakken.

Opmerkelijk in dit verhaal is dat de producten van Procter & Gamble en van Method bestemd zijn voor de Amerikaanse markt, maar volledig geproduceerd en afgevuld worden in Europa. De spuitbussen worden geassembleerd in Zwitserland en vertrekken dan naar België (Heist-op-den-Berg), waar ze afgevuld worden.

Dat brengt ons bij de huidige organisatie van de groep. Het hoofdkwartier bevindt zich in Nederland, productie en assemblage dus in Zwitserland en afvulling in België. Daarnaast zijn er nog 5 verkoopskantoren: in Frankrijk, Polen, Zwitserland, Spanje en de V.S.

Air0-Lux heeft al een heel bewogen parcours afgelegd. Het mag zeker niet onderschat worden dat het gehele proces heel complex is. De spuitbus zelf bestaat uit 12 verschillende componenten, waarvan Resilux Zwitserland er zelf 4 produceert (2 zijn kleine preforms die geblazen en gesneden worden). Al deze componenten dienen dan geassembleerd te worden, deels via laserlassen. Initieel diende deze assemblage manueel te gebeuren, op een bepaald ogenblik waren er zelfs 30 mensen aan de slag. Vandaag (en dit nog maar sinds een achttal weken) is het assemblageproces volledig geautomatiseerd en zijn er maar 4 mensen meer nodig. Dat konden we met onze eigen ogen vaststellen. De huidige productielijn heeft een capaciteit van 50 miljoen stuks.



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.



In feite vormt het productieproces niet de enige uitdaging. De chemische samenstelling van het product dient ook aangepast te worden omdat het anders reageert op de perslucht, in vergelijking met het drijfgas. Dat kan sommige potentiële klanten weerhouden om de stap te zetten naar de nieuwe technologie, maar Air0-Lux lost dit op door de nieuwe formulering zelf in handen te nemen voor de klant. Dit vindt plaats in Nederland.

Via I.P.S., ondertussen omgedoopt in Airopack Technology Group (beurscode AIRN:SW op Bloomberg), dat 50% van Air0-Lux controleert (en dus 50% van de cijfers consolideert), krijgen we wat zicht op de cijfers van Air0-Lux. Zo publiceerde Airopack in 2012 een geconsolideerde omzet van 0,159 miljoen euro, in 2013 was dat al 0,954 miljoen euro, Air0-Lux realiseerde in 2013 dus een omzet van bijna 2 miljoen euro. Het jaarverslag meldde dat er 1,4 miljoen eenheden geleverd worden, ruw gerekend is de waarde van een eenheid 1,5 euro. Tegenover een omzet van slechts 0,954 miljoen euro in 2013 stond wel een bedrijfsverlies van 5,9 miljoen euro!

Nu de assemblagelijijn sinds een achttal weken volledig geautomatiseerd is, is er dus zicht op veel hogere volumes en lagere personeelskosten. Wat dat kan betekenen voor de rendabiliteit van Air0-Lux is heel moeilijk te bepalen. We lanceren niettemin een heel wilde gissing. Bij een volledige bezetting (productie van 50 miljoen stuks) kan de omzet dus uitkomen op 75 miljoen euro. Los van de evolutie van de grondstoffenprijzen (worden in de sector meestal rechtstreeks doorgerekend) zouden we kunnen uitgaan van een bedrijfswinstmarge van 10%, wat 7,5 miljoen euro bedrijfswinst oplevert. Na financiële kosten en belastingen (nadat overdraagbare verliezen opgebruikt zijn), kan dat een nettowinst van 5 miljoen euro opleveren, aan 50% voor Resilux zou dat dan 2,5 miljoen euro zijn of 1,25 euro per aandeel. Plak hierop een koers/winst van 10 en Air0-Lux zou in een eerste fase via een simpele berekening 12,5 euro per aandeel Resilux waard zijn. Maar dit is pas het begin, we sluiten niet uit dat er snel een tweede productielijn toegevoegd wordt, wat een capaciteitsverdubbeling inhoudt.

We blijven erbij dat het potentieel van Air0-Lux enorm is, gelet op de uitdagingen waarmee de spuitbussector vroeg of laat zal geconfronteerd worden. In 2010 werden er wereldwijd 12 miljard aerosolspuitbussen gebruikt, dat zullen er vandaag waarschijnlijk meer dan 15 miljard zijn. De aerosolspuitbus werd in 1927 door een Noorse ingenieur uitgevonden en evolueerde eind jaren veertig naar een massaproduct in de V.S., met als eerste belangrijke toepassing insecticiden. In de jaren tachtig werden cfk's (chloorfluorkoolstofverbindingen) als drijfgas gebannen door hun negatieve impact op de ozonlaag. De vervanging ervan door hfk's (fluorkoolwaterstoffen) zou milieuvriendelijker zijn, maar nieuw onderzoek heeft aangetoond dat dit niet het geval is. Kijken we naar de reglementeringen wereldwijd m.b.t. drijfgassen, dan wordt vooral de nadruk gelegd op de veiligheidsreglementering (bewaren/transport) en een goede etikettering. Het enige initiatief om drijfgassen te verminderen (nog niet te vervangen), is de recente introductie van gecompriëerde ('compressed') spuitbussen die 50% minder groot zijn, maar dezelfde producthoeveelheid bevatten. Het moet duidelijk zijn dat de industrielobby van aerosolproducenten goed werk levert om de negatieve impact van aerosolgebruik te minimaliseren of te verdoezelen. In de V.S. lijkt er niettemin wat te bewegen en dat zou kunnen leiden tot een aanpassing van de Toxic Substances Control Act van 1976. Of P&G hierop anticipeert door met Air0-Lux in zee te gaan, is niet zeker, maar het kan er wel mee te maken hebben.

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.



Conclusie

We stelden vorig jaar al dat Resilux in een heel interessante fase terecht gekomen was met het binnengaan van enkele belangrijke klanten voor Air0-Lux. Nu de productie, assemblage en afvulling volledig op punt staan, kan op commercieel vlak een versnelling hoger geschakeld worden. Spijtig genoeg zullen we nog meer dan 6 maanden moeten wachten om een echt goed zicht te krijgen op de gang van zaken. De halfjaarresultaten die Aeropack Technology Group op 26 september 2014 zal publiceren, zullen nog te beperkt zijn. Dat belet niet dat de koers op kortere termijn potentieel heeft, bijvoorbeeld bij de lancering van zijn nieuwe spuitbussen door Procter & Gamble.

Naar waardering toe verhogen we de eerdere waarde van de afzonderlijke Resilux-activiteiten van 93,6 naar 97 euro. Voor het 50%-belang in Air0-Lux, nemen we eenvoudigweg de beurswaarde van Aeropack Technology Group op de Zwitserse beurs, na afhouding van een ruwe waarde van 25 miljoen euro voor de patenten die het bezit. Dit levert een geschatte waarde op van 60 miljoen euro voor dat 50%-belang, per aandeel Resilux is dat 30 euro. Aldus bekomen we een conservatieve waarde van 127 euro per aandeel Resilux.

Gert De Measure

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.