



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGER VZW

RESILUX

24 maart 2015

Koers	160,50
Aantal aandelen (m)	2,025
Marktkapitalisatie (m)	325,0

Eigen vermogen FY14	81,51
Netto fin. schuld FY14	36,40

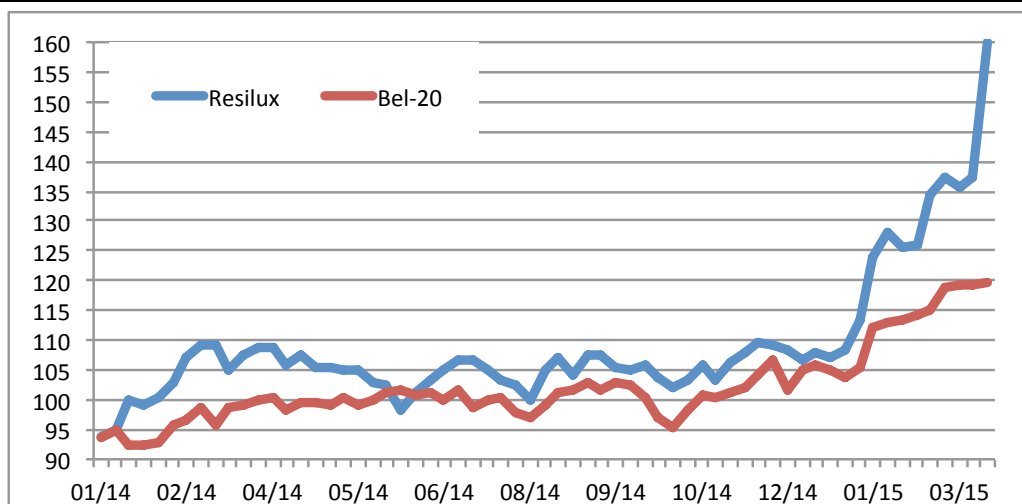
ROE '14	12,3%
ROCE '14	13,4%

(in miljoen EUR)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Omzet	233,61	286,50	285,76	299,58	284,85	280,00
Groei in %	15,9%	22,6%	-0,3%	4,8%	-4,9%	-1,7%
EBIT	19,100	14,680	13,662	17,211	19,026	20,100
EBIT%	8,2%	5,1%	4,8%	5,7%	6,7%	7,2%
EBITDA	30,000	28,280	26,142	30,648	33,083	34,800
EBITDA%	12,8%	9,9%	9,1%	10,2%	11,6%	12,4%
Financieel resultaat	-3,100	-3,780	-1,606	-2,043	-3,273	-2,300
Netto resultaat	12,800	7,989	7,076	8,973	10,054	13,150
Netto cashflow	23,700	21,589	19,556	22,410	24,111	27,850

	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Winst per aandeel	6,46	4,03	3,57	4,43	4,97	6,49
Cash-flow per aandeel	11,70	10,90	9,88	11,07	11,91	13,75
Netto dividend	1,24	1,24	1,24	1,30	1,35	1,43
Koers/winstverhouding *	8,89	12,76	14,77	21,04	32,32	24,71
Dividendrendement *	2,2%	2,4%	2,3%	1,4%	0,8%	0,9%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2014 en 2015E huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



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 2014 waren (als percentage van het volume): Spanje/Portugal 18%, Centraal- en Oost-Europa 17%, Rusland 11%, Duitsland 6%, Frankrijk 7%, Griekenland/Cyprus 9%, VS/Canada 5%, Scandinavië 4%, Zwitserland 6%, de Benelux 6%, Italië 3% en Groot-Brittannië 1%. Andere markten stonden 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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Resultaten 2014

In 2014 realiseerde Resilux een omzet van 284,85 miljoen euro, een daling van 4,6%. Deze daling is uitsluitend het gevolg van de lagere grondstoffenprijzen, die aan de klant doorgerekend worden. Belangrijker evenwel is de stijging van de verkochte volumes met 1,6%. Een toename was er in België en Rusland, in Duitsland, Italië en Scandinavië was er een daling. De impact van wisselkoersen was beperkt, het negatieve van de Russische roebel werd gecompenseerd door het positieve van de USD en de GBP.

(in miljoen euro)	FY13	FY14	% change
Bedrijfsopbrengsten	299,58	284,85	-4,9%
Toegevoegde waarde	59,850	64,846	8,3%
Bedrijfswinst	17,211	19,026	10,5%
Bedrijfs-cash-flow	30,648	33,083	7,9%
Financieel resultaat	-2,043	-3,273	n.r.
Courant resultaat	15,168	15,754	3,9%
Belastingen	-2,588	-3,206	n.r.
Bijdrage equivalentie	-3,607	-2,493	n.r.
Nettoresultaat, deel groep	8,973	10,055	12,1%
Winst per aandeel	4,53	5,08	12,1%

Ondanks de beperkte toename van het volume kon de groep wel de bedrijfs-cash-flow of EBITDA met 7,9% laten stijgen, dankzij de verkoop van producten met een hogere toegevoegde waarde. Dat laat Resilux ook toe om minder afhankelijk te worden van bulkproductie die dan weer heel gevoelig is voor de weersomstandigheden. Het valt nu eigenlijk op dat Resilux in de laatste halfjaarberichten minder verwees naar de weersomstandigheden. Het bedrijf plukt in zekere zin de vruchten van haar relatief zware investeringsinspanningen van de voorbije jaren die erop gericht zijn haar klanten en producten meer te diversifiëren door een focus op producten met een hogere toegevoegde waarde (barrièreproducten).

De bedrijfswinst steeg 10,5%, iets meer dan de EBITDA, doordat de afschrijvingen minder snel stegen. Het financiële resultaat daalde 1,2 miljoen euro vooral door een waardevermindering van 1,1 miljoen euro op financiële indekkingsinstrumenten. De financiële kost nam ook licht toe door een hogere gemiddelde uitstaande financiële schuld. Eind 2014 kwam de netto financiële schuld uit op 36,42 miljoen euro, minder dan de 38,86 miljoen euro van eind 2013. De belastingen stegen iets meer dan de winst voor belastingen doordat er minder gebruik gemaakt kan worden van overdraagbare verliezen. De bijdrage uit equivalentie, dit is het resultaat van het 50% belang in Airolux, was negatief ten bedrage van 2,493 miljoen euro, een verbetering tegenover de -3,607 miljoen euro van 2013. Het netto resultaat, deel van de groep, steeg 12,1% tot 10,055 miljoen euro, per aandeel is dat 5,08 euro.

In 2014 investeerde Resilux opnieuw belangrijke bedragen in zijn productie-apparaat en in zijn gebouwen (bv. nieuw eigen gebouw in de V.S.), het ging om 15,7 miljoen euro. In 2013 werd er 17,5 miljoen euro geïnvesteerd, in 2012 was dat 15,9 miljoen euro. De hoogte van deze bedragen is opmerkelijk, het gaat om de helft van de EBITDA op jaarbasis. Op de analistenvergadering confronteerden we het management met deze cijfers, we vroegen ons af hoe die grote investeringen zich vertalen naar de resultatenrekening toe. Voor een belangrijk deel wordt er continu geïnvesteerd in nieuwe spuitgietvormen voor nieuwe toepassingen. In de omzetverdeling naar eindproducten toe (water, frisdrank, bier, fruitsappen,...) merken we geen grote verschuivingen, maar het management zegt dat die er onderliggend wel zijn. Ze wenst minder actief te zijn in de grote bulkcontracten voor multinationals zoals Coca Cola en verkiest meer in zee te gaan met kleinere drankproducenten die premieproducten genereren (bv. een spuitwaterproducent met water met speciale eigenschappen in een bijzondere fles die naar heel de wereld uitgevoerd wordt). Deze evolutie valt in feite niet op, we merkten wel de voorbije jaren dat de seizoenseffecten (bv. van een slechte of een goede zomer) veel geringer waren. Vroeger was er altijd wel een regio die last had van een slechte zomer, dergelijke commentaren vinden we bijna niet meer terug.

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 het niveau van de joint-venture Airolux kwam het verlies van 2,5 miljoen euro lager uit dan het verlies van 3,6 miljoen euro van 2013. In 2013 moest nog beroep gedaan worden op veel handwerk doordat de assemblagelijijn nog niet op punt stond. Sinds de zomer van 2014 is dit wel het geval en neemt de omzet maand na maand toe. In de 2^e jaarhelft waren er wel hogere kosten voor de ontwikkeling van nieuwe toepassingen. De eigen spuitbustechnologie wordt nog steeds verbeterd waar mogelijk, terwijl het binnenhalen van nieuwe klanten ook veel kosten met zich brengt, bv. met de herformulering van het te verpakken product. Het belangrijkste nieuwsfeit was de lancering door Gillette van haar nieuwe scheergel begin 2015. We hebben er wel een lange tijd op moeten wachten en dat is ook de reden waarom Airolux/Resilux gewacht heeft om te investeren in een hogere productiecapaciteit voor een van de onderdelen. Die investering zal nu gebeuren, maar dat betekent dat de verhoging van de productiecapaciteit maar pas vanaf de tweede helft in 2015 zal plaats vinden.

Conclusie

Ontegensprekelijk bezit Airolux een fantastisch potentieel, het probleem is om die onderliggende waarde in een concreet cijfer te gieten. Heel makkelijk is het om uit te gaan van een omzet van enkele honderden miljoenen binnen enkele jaren en dat naar vandaag te verdisconteren. We verkiezen niettemin een graduele benadering.

In september 2014 bekwamen we een conservatief koersdoel van 127 euro, bestaande uit 97 euro voor de Resilux-activiteit en 30 euro voor Airolux op basis van de beurswaarde van Airopack Technology Group op de Zwitserse beurs.

Ditmaal vertrekken we opnieuw van de Resilux-activiteit die nu wel een waarde krijgt van **118 euro per aandeel** (bij WACC van 7%), het resultaat van 2014 was iets beter dan verwacht op EBITDA-vlak en we voegen er nog de verwachte groei voor 2015 aan toe.

Voor de waarde van Airolux proberen we een waarde (via DCF) te berekenen van elke lijn die een productiecapaciteit heeft van 50 miljoen stuks op jaarbasis. We gaan uit van een gemiddelde verkoopprijs per stuk van 1 euro (was effectief zo in 2013 en eerste helft van 2014), van een EBITDA-marge van 17%, een afschrijving (= capex) die 25% is van de EBITDA, een belasting van 25% en een capex gelijk aan de afschrijving. Deze vrije cash verdisconteren we aan 7% naar de eeuwigheid, aldus bekomen we een waarde van 38 miljoen euro per productielijn. Gecorrigeerd voor het 50% belang dat Resilux heeft is dat 19 miljoen euro of afgerond **10 euro per aandeel Resilux**.

Vandaag heeft Airolux een productielijn, wat een waarde van 128 euro per aandeel oplevert. Het is duidelijk dat de huidige koers al 4 productielijnen verdisconteert ($118 + 4 \times 10 = 158$ euro). Gelet op de evolutie en gang van zaken denken we dat die vierde productielijn er niet voor 2018 zal komen, een tweede zal er maar pas komen in 2016. Natuurlijk kunnen we ons heel rijk gaan rekenen en een lagere WACC van bijvoorbeeld 6% integreren. Dat levert een waarde op die 18% hoger ligt. Of we kunnen een torenhoge omzet van bijvoorbeeld het jaar 2020 naar vandaag verdisconteren. Wij verkiezen daarentegen een meer graduele aanpak.

Beleggers met veel geduld mogen het aandeel vandaag kopen, met als voornaamste risico dat de koers de volgende 2 jaren stabiel blijft.

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.