

ONTEX: BUY KOERS: €7,80 KOERSDOEL: €11 UPSIDE: 41%

*Samenvatting:*

- Omzet Q4 stijgt op *like-for-like*-basis met 20% tot €675 miljoen
- Aangepaste Ebitda verbetert sterk tot €51 miljoen
- Ebitda-marge vierde kwartaal herstelt tot 7,6%
- Free cashflow H2 weer licht positief met €4 miljoen
- Fusiegesprekken met Amerikaans AIP gestaakt
- Advies blijft Buy, koersdoel onveranderd op €11

Het is blijkbaar de week van de afgeblazen fusies annex overnames. Euronext heeft de [handdoek in de ring gegooid](#) voor wat betreft zijn overnameambities van Allfunds en luiierfabrikant Ontex liet bij de jaarcijferpresentatie weten dat het niet langer in gesprek is met het Amerikaanse AIP over een eventuele fusie. Bij Euronext ging dat snel, in enkele dagen; Ontex voerde al gesprekken met AIP sinds mei vorig jaar.

De afgelasting valt overigens zeker toe te juichen: beleggers zijn er veel meer bij gebaat als Ontex zich de komende jaren louter zelfstandig focust op de eigen bedrijfsvoering. Volgens het management is dat de beste manier om de meeste aandeelhouderswaarde te creëren en daar zijn wij het [volmondig mee eens](#).

De jaarcijfers maken nog maar eens duidelijk dat er nog een flinke klus ligt te wachten, maar zeker ook dat de eerste stappen in de goede richting zijn gezet. Voor het eerst sinds lange tijd is de luiierfabrikant erin geslaagd de verwachtingen te overtreffen; hopelijk is het een voorbode van meer.

## Q4-cijfers

De halfjaarcijfers van Ontex zijn al uitvoerig behandeld - [zie hier](#) - evenals de [Q3-resultaten](#), dus wij kijken nu vooral naar de meevallende Q4-resultaten en de FY22-cijfers. Allereerst het vierde kwartaal: Ontex realiseerde hier een significant betere bedrijfsprestatie.

Zo klom de omzet van de kernactiviteiten op *like-for-like*-basis met een forse 20% tot €460 miljoen. Natuurlijk deels ingegeven door de nodige prijsverhogingen (14%), maar in tegenstelling tot veel andere consumentengoederenconcerns wist Ontex ook de volumes te verhogen, en wel met 6%.

Dat is in belangrijke mate te danken aan de al eerder geventileerde veronderstelling dat bezuinigende consumenten noodgedwongen een switch maken van A-merken van bijvoorbeeld Kimberly Clark naar de goedkopere huismerken van supermarkten, wat Ontex in de kaart speelt.

De aangepaste Ebitda verbeterde met ruim 30% tot €40 miljoen en daarmee wordt het herstel zichtbaar waar beleggers al geruime tijd op zaten te wachten. De aangepaste Ebitda-marge herstelde daarbij tot 8,8%. Dat is nog lang niet het gewenste niveau (> 12%), maar vergeleken met de schamele 5,6% die over het derde kwartaal werd behaald is het een stevige verbetering.

Als ook nog even gekeken wordt naar het groepsresultaat, dus inclusief verkochte (Mexico) en te koop staande *emerging markets*-onderdelen, dan werd over het vierde kwartaal een omzet behaald van €675 miljoen, een groei van 20% op *like-for-like*-

basis, eveneens ten gevolge van een mix van prijsverhogingen en hogere volumes. De aangepaste Ebitda bedroeg €51 miljoen en de Ebitda-marge trok aan tot 7,6% (3Q22: 5,5%).

## Q4 en FY22 cijferoverzicht

Key indicators	Fourth Quarter				Full Year			
	2022	2021	%	% LFL	2022	2021	%	% LFL
Core Markets (continuing operations)								
Revenue	459.8	370.9	+24%	+20%	1,672.2	1,408.7	+19%	+15%
Adj. EBITDA	40.3	30.7	+31%		104.0	156.3	-33%	
Adj. EBITDA margin	8.8%	8.3%	+0.5pp		6.2%	11.1%	-4.9pp	
Emerging Markets (discontinued operations)								
Revenue	214.8	162.6	+32%	+22%	792.3	617.7	+28%	+21%
Adj. EBITDA	11.0	0.5	+2093%		31.7	15.9	+99%	
Adj. EBITDA margin	5.1%	0.3%	+4.8pp		4.0%	2.6%	+1.4pp	
Group (total)								
Revenue	674.6	533.5	+26%	+20%	2,464.5	2,026.4	+22%	+17%
Adj. EBITDA	51.2	31.2	+64%		135.7	172.2	-21%	
Adj. EBITDA margin	7.6%	5.9%	+1.7pp		5.5%	8.5%	-3.0pp	
Net financial debt [1]	867.4	725.5	+20%		867.4	725.5	+20%	
Leverage ratio [1]	6.4x	4.2x	+2.2x		6.4x	4.2x	+2.2x	

Bron: Ontex

## Cijfers 2022

De sterk meevallende Q4-cijfers zorgen ervoor dat ook de FY22-resultaten duidelijk hoger uitpakken dan de consensus. Zo viel de omzet van afgerond €2,5 miljard sterk mee, evenals de aangepaste Ebitda van €136 miljoen (consensus: €110 miljoen).

De kasstroom was het afgelopen jaar negatief, te weten €54 miljoen als gevolg van een lagere Ebitda, hoger werkkapitaal (€46 miljoen) en herstructureringskosten (€37 miljoen). Toch heeft ook hier een duidelijke verbetering plaatsgevonden in H2 ten opzichte van H1: plus €4 miljoen over de tweede jaarhelft tegen €59 miljoen negatief over 1H22.

Verder zijn er over 2022 de nodige *non-cash impairments* (afboekingen) genomen, te weten: €84 miljoen (Rusland), €76 miljoen (Mexico) en €33 miljoen (Turkije). Een en ander leidt ertoe dat 2022 met flink rode cijfers wordt afgesloten.

Het is nog onduidelijk wat er met de activiteiten in RUsland zal gebeuren. Idealiter vindt Ontex hiervoor ook een koper, maar het management laat zich er vooralsnog niet over uit.

## Taxaties

De huidige taxaties bevatten deels nog de te koop staande emerging markets-activiteiten en zullen naar verwachting nog veranderen later dit jaar bij verkoop van die onderdelen.

Ontex	2020A	2021A	2022A	2023E
Omzet (€ mrd)	2,1	2,0	1,9	2,1

Ontex	2020A	2021A	2022A	2023E
Ebitda (€ mln, <i>adjusted</i> )	236	172	110	184
Nettowinst (€ mln, <i>adj.</i> )	81,6	5,3	4,8	57,3
Winst per aandeel (€)	1,01	0,07	0,06	0,68
K/w verhouding	6,1	-	-	11,5
Dividend p/a (€)	-	-	-	0,04
Dividendrendement	-	-	-	0,5%

Tabel 1: kerncijfers Ontex, taxaties Bloomberg-consensus

## Vrij concrete outlook

Hoewel de onzekerheid in het huidige economische klimaat ongebruikelijk groot is, durft Ontex het wel aan met een tamelijk concrete outlook voor dit jaar te komen, zij het een wel erg voorzichtige. Dat is gezien de achterliggende, moeizame periode allicht zo vreemd nog niet, maar wij hadden de verwachte Ebitda-marge voor dit jaar toch wat ambitieuzer willen zien.

Het management rekt voor 2023 op verdere omzetgroei van de kernactiviteiten met iets minder dan 10%, maar laat in het midden of deze groei volume- danwel prijsgedreven is. De markt voor luiers is hoog-concurrerend, dus al te agressieve verdere prijsverhogingen zijn niet haalbaar.

Dan de verwachte Ebitdamarge voor dit jaar. Ontex komt met een weinig ambitieuze 8 - 10% Ebitdamarge en dat is, zeker gezien de over 4Q22 al behaalde 8,8%, een tikje conservatief. Tot slot, en nogal belangrijk, het concern rekt op een positieve vrije kasstroom voor geheel 2023. Een rekensom leidt tot een verwachte free cashflow voor dit jaar van €40 miljoen, oplopend tot €75 miljoen over 2024.

## Verdere verbetering verwacht

De meevallende vierdekwartaalcijfers maken inzichtelijk dat Ontex dan eindelijk het herstelpad is ingeslagen, al valt er nog het nodige werk te doen. De Belgen hadden de pech dat de uit de hand gelopen inflatie op een voor de luiersfabrikant wel erg ongelegen moment kwam, oftewel 'a perfect storm'.

Toch er er voldoende grond om met het nodige optimisme naar de nabije toekomst van het concern te blikken. Allereerst zal, verwacht begin Q2, de verkoop van de Mexicaanse activiteiten worden gefinaliseerd. Dat brengt netto zo'n €250 miljoen in het laatje. Althans, €225 miljoen direct, €25 miljoen enkele maanden later.

Dat betekent dat de concernschuld, groot €867 miljoen, direct afneemt tot afgerond €620 miljoen. Belangrijk, want de huidige NetDebt/Ebitda-ratio van 6,4 is veel te hoog. Ontex verwacht zelf dat deze ratio eind dit jaar daalt tot "onder de vier". Ook dat is weinig ambitieus.

Immers, de Ebitda zal dit jaar naar verwachting herstellen tot (minimaal) €160 miljoen, de consensus is zelfs op zoek naar €180 miljoen, waardoor die ratio eerder rond de drie zal uitkomen. En dit houdt dan nog geen rekening met de eventuele

opbrengst van de te koop staande emerging markets-onderdelen, goed voor een *'net value'* van ruim €400 miljoen - volgens de boeken van Ontex althans.

Uiteraard verliest Ontex bij verkoop van alle emerging markets-activiteiten ook enige Ebitda (€30 miljoen over 2022), maar de desinvesteringen pakken per saldo gunstig uit voor de schuldratio.

Wij zijn bij de Belgen op zoek naar, na volledige afwikkeling van de te koop staande activiteiten, een jaaromzet FY23 van €1,8 - €1,9 miljard, een Ebitda-marge van 9,5%, leidend tot een Ebitda van €170 - €185 miljoen en een nettoschuld van rond de €500 miljoen.

De Ebitda-marge kan in 2024 verder herstellen tot 11 à 12%, over een omzet van circa €2 miljard, oftewel een Ebitda van €210 - €230 miljoen. Zelfs als de concernschuld rond het verwachte niveau van circa €0,5 miljard blijft hangen, zal er sprake zijn van een gezonde NetDebt/Ebitda-ratio van rond de 2,3.

Wanneer we een en ander voor beleggers vertalen naar winst per aandeel en dividend: de winst per aandeel over FY24 zal volgens onze berekeningen tot boven de €1 stijgen. Daarvan kan een financieel gezond Ontex minimaal een kwart uitkeren, oftewel €0,25 per aandeel. Iets meer is zeker niet uitgesloten.

Hier is ons (eerste) koersdoel van €11 ook in belangrijke mate op gebaseerd: een k/w van 10 à 12 is reëel en marktconform bij een consumentenartikelenproducent als Ontex.

## Conclusie

Ontex is in de problemen gekomen door een te agressieve overnamestrategie, in combinatie met in een wat later stadium de impact van de hoge inflatie. Het dal voor de luiierfabrikant is hierdoor ongekend diep geweest en het herstel heeft langer op zich laten wachten dan het zich initieel liet aanzien.

De Belgen zijn er nog niet, maar de significante verbetering van de resultaten over het derde en zeker vierde kwartaal laten wel zien dat het bedrijf op de weg terug is. De keuze om de gesprekken met AIP te staken, is een teken van kracht.

Het valt voor beleggers te hopen dat de resterende te koop staande activiteiten snel van eigenaar zullen wisselen zodat Ontex de concernschuld terug kan brengen tot circa €0,5 miljard. Gevoegd bij doorzettende verbetering van de kernactiviteiten mag op verder koersherstel van het aandeel worden gerekend.

Koersen van weleer - €25 en hoger ten tijde van overname-interesse van private equity in Ontex - zullen niet snel meer op het bord verschijnen, maar op middellange termijn achten wij een koers van €15 wel haalbaar.

De jaarcijfers werden na enig wikken en wegen wat lauwtjes maar wel positief ontvangen, met een koersstijging van 4%. De luiierfabrikant zal nog het nodige moeten doen om het vertrouwen van beleggers terug te winnen.