

Gert De Measure

Analist VFB



Recticel: een analyse van de groeiende isolatie-divisie

VAN DE MINDER DRUKKE resultatenperiode maken we gebruik om een segment van Recticel, met name isolatie, wat van dichterbij te bekijken. We starten met het in het juiste perspectief plaatsen van dit segment in de groep. In 2017 was isolatie goed voor 18,6% van de gecombineerde groepsomzet en 33,1% van de recurrente EBITDA. Het segment soepelschuim was net iets belangrijker met 33,4% van de recurrente EBITDA van de groep.

Marktaandeel 12%

IN DE GLOBALE EUROPESE isolatiemarkt, met alle isolatieproducten, is Recticel met een geschat marktaandeel van 1% een relatief kleine speler. In polyurethaanisolatie daarentegen heeft de groep een geschat Europees marktaandeel van 12%. Dat is een relatief sterk cijfer als we weten dat Recticel nog lang niet sterk actief is in alle regio's van het Europese continent. Maar de groep breidt zijn bereik gestadig uit. Oorspronkelijk had de groep met hoofdzetel in Weteren alleen een fabriek in het Belgische Wevelgem, in juni 2008 volgde een productie-eenheid in Groot-Brittannië (Stoke-on-Trent). Daarna werd de stap gezet richting Frankrijk met de opening van een fabriek in Bourges in 2013. En in juni 2017 kondigde ceo Olivier Chappelle de bouw aan van een nieuwe productie-eenheid in Finland, goed voor een investering van 23 miljoen euro. De fabriek zal operationeel zijn in de tweede helft van 2018. Wevelgem is de grootste fabriek, de Britse fabriek is ongeveer de helft van deze van Wevelgem. Bourges en de Finse fabriek zijn goed voor

ongeveer een kwart van de Belgische productiecapaciteit.

Doorrekenen klim prijzen

2017 WAS EEN RELATIEF goed jaar voor het segment isolatie met een omzetstijging van 16,3%. De stijging was uitsluitend het gevolg van hogere verkoopprijzen. De toename van de grondstoffenprijzen werd volledig doorgerekend aan de eindklant. Qua volumes werd Recticel, net zoals zijn sectorgenoten, getroffen door een beperkte beschikbaarheid van grondstoffen. Niet onbelangrijk is dat Recticel onder die heel moeilijke marktomstandigheden er toch in geslaagd is om de REBITDA te verhogen. Een blik op de evolutie over meerdere jaren laat ons toe verschillende conclusies te trekken.

Jaar na jaar groei

WAT DE OMZET BETREFT, zien we jaar na jaar groei. De jaren 2012 en 2013 waren iets minder goed, deels door de tak industriële isolatie via een 50/50 jointventure met Kingspan (omzet 30 miljoen euro). Die ging

begin 2015 de deur uit, maar toch groeide de omzet van de divisie door het hernemen van de groei in bouwisolatie.

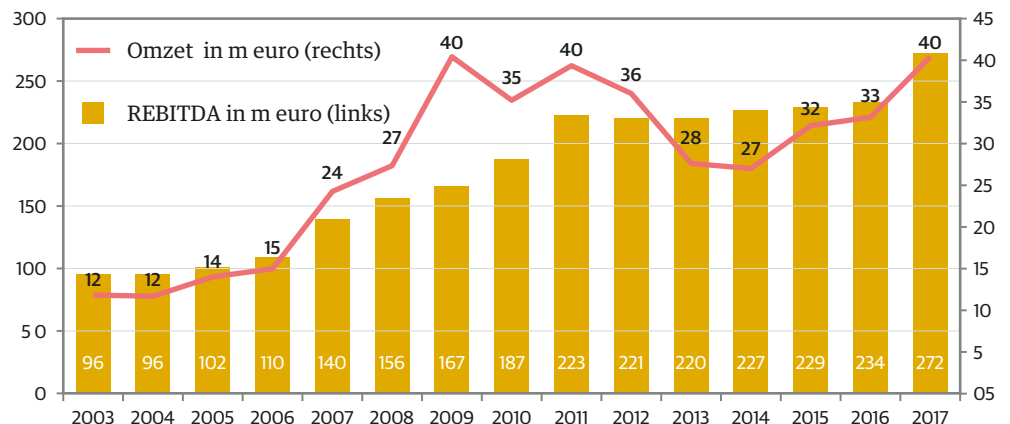
Omgekeerd merken we op dat de ingebruikname van de nieuwe productie-eenheden in Frankrijk (2008) en Groot-Brittannië (2013) niet direct tot een versnelling van de omzetgroei hebben geleid. Ze komen op termijn natuurlijk wel de gehele groei van de groep ten goede.

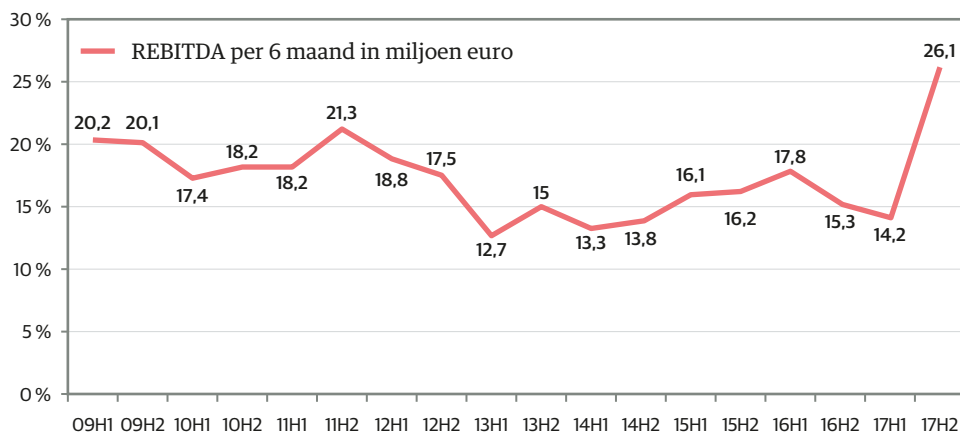
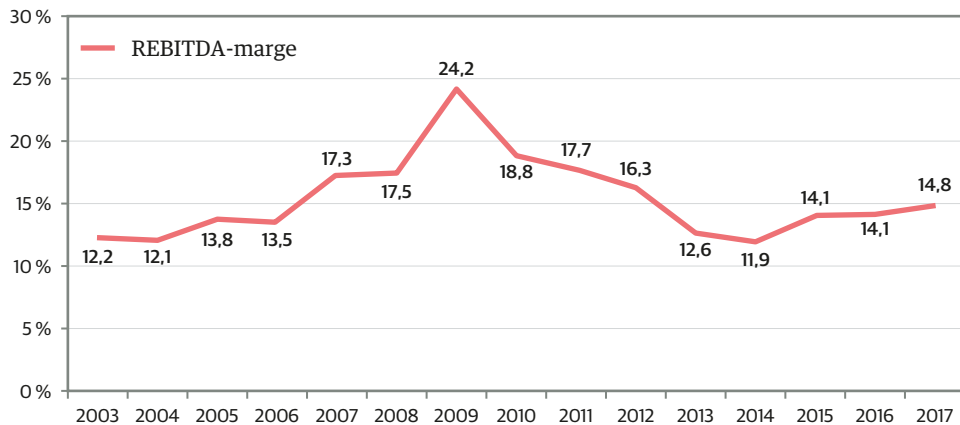
Zoals al gesteld, geeft de omzetevolutie in absolute cijfers niet noodzakelijk de volledige evolutie van de volumes weer (in 2017 bijvoorbeeld was de omzetstijging uitsluitend het gevolg van de hogere prijzen).

Per saldo is natuurlijk het volledige plaatje van de omzetevolutie belangrijk: in 14 jaar verdrievoudigde de omzet bijna ($\times 2,8$) en dit op eigen kracht, zonder acquisities, maar met nieuwe productie-eenheden.

Winst maal 3,3

DE REBITDA OF RECURRENTE bedrijfs-cash-flow verdrievoudigde ($\times 3,3$) in de beschouwde periode van 14 jaar en hield dus meer dan gelijke tred met de omzetevolu-





dan in de tweede helft van 2017 (26,2 miljoen euro), maar toch nog gevoelig beter dan de eerste helft van 2017 (14,2 miljoen euro). Voor de tweede helft van 2018 is het uitkijken naar de impact van de ingebruikname van de capaciteitsuitbreiding in Groot-Brittannië en de opstart van de Finse productie-eenheid. We sluiten niet uit dat deze opstartkosten de marge (beperkt) zullen treffen, maar de omzet zal zijn groeipad kunnen verderzetten.

Voor het aandeel Recticel hadden we midden vorig jaar een koersdoel van 8,30 euro gebaseerd op de verwachtingen voor 2017 en stelden we al voorzichtig 9 euro voorop met de verwachtingen voor 2018 in. We zien ons verplicht een stapje verder te gaan en hebben nu een koersdoel van 10,10 euro op basis van onze herziene verwachtingen voor 2018. De huidige koers verdisconteert dus relatief weinig groei na 2018, ze houdt ook geen rekening met de eventuele verkoop van een deel van het automotive segment (interiors).



tie. We merken wel op dat reeds in 2009 het segment isolatie een REBITDA van 40 miljoen euro liet optekenen. Toen werd in de naweeën van de financiële crisis van 2008 optimaal geprofiteerd van de sterk gedaalde grondstoffenprijzen, terwijl de volumes bleven groeien. Een andere verklaring voor de sterke verbetering van de rendabiliteit in de periode 2003 tot 2009 is enerzijds de sterke groei, anderzijds de beperkte concurrentie van de PU-isolatiepanelen (PU: polyurethaan). In de jaren nadien kreeg Recticel af te rekenen met een meer aarzelende markt, met de opkomst van nieuwe concurrenten en met een geleidelijke stijging van de grondstoffenprijzen. Met het herstel van de bouwmarkten na 2014 kon ook Recticel de marge geleidelijk aan herstellen.

In de grafiek met de evolutie van de REBITDA per halfjaar merken we dat de tweede helft van 2017 heel rendabel is geweest voor Recticel in isolatie. Na de toeleveringsproblemen van grondstoffen en een explosie van de grondstoffenprijzen, slaagde de groep erin die hogere grondstoffenprijzen door te rekenen, gecombineerd met een herstel van de productievolumes. De rendabiliteit vloog dus omhoog.

Wat met 2018?

DE VRAAG IS NU wat 2018 zal brengen? In het eerste kwartaal van 2018 daalde de omzet 2%. De impact van de lagere volumes door de strenge weersomstandigheden was groter dan de impact van de hogere verkoopprijzen. Tevens speelde een ander minder gunstig fenomeen, namelijk dat heel wat aannemers andere soorten isolatie kochten na de leveringsproblemen in 2017. De vraag is of dit een tijdelijk fenomeen is, dan wel een structureel.

Voor de eerste helft van 2018 verwachten we niettemin een iets hogere omzet. We zien de REBITDA wat lager uitkomen

Redactie 25 mei 2018
Koers Recticel 10 euro
www.recticel.be

