



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## **Recticel: bespreking segment isolatie (2 mei 2018)**

### Inleiding

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.

### Situering en geschiedenis

In de Europese isolatiemarkt over alle producten heen is Recticel met een geschat marktaandeel van 1% een relatief kleine speler. In polyurethaanisolatie (met panelen) daarentegen heeft de groep een geschat Europees marktaandeel van 12%, een relatief sterk cijfer als we weten dat Recticel slechts een beperkte dekking heeft van het Europese continent. Gestaaft breidt de groep die dekking uit. Initieel had ze slechts een vestiging in het Belgische Wevelgem, in juni 2008 volgde een fabriek in Groot-Brittannië (Stoke-on-Trent). Daarna werd de stap gezet richting Frankrijk met de opening van een fabriek in Bourges in 2013. In juni 2017 tot slot kondigde het de inplanting aan van een nieuwe productie-eenheid in Finland, goed voor een investering van 23 miljoen euro. Deze 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 ongeveer een kwart van de Belgische fabriek qua productiecapaciteit.

### Omzetevolutie

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, zo werd de toename van de grondstoffenprijzen 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 enkele conclusies te trekken (zie grafiek op volgend blad).

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 joint-venture met Kingspan (omzet 30 miljoen euro, 15 miljoen euro in geconsolideerde cijfers van Recticel). Die ging begin 2015 de deur uit, maar dat had geen impact op de omzetcijfers over het jaar 2015 door het hernemen van de groei in bouwisolatie. We merken tevens 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 natuurlijk wel de gehele groei van de groep ten goede op termijn. De omzetevolutie in absolute cijfers geeft wel niet de achterliggende evolutie van de volumes, in 2017 bijvoorbeeld was de omzetstijging uitsluitend het gevolg van de hogere prijzen. Belangrijkst is natuurlijk het volledige plaatje van de omzetevolutie: in 14 jaar verdrievoudigde de omzet bijna (x 2,8) en dit op eigen kracht, zonder acquisities, maar met nieuwe productie-eenheden.

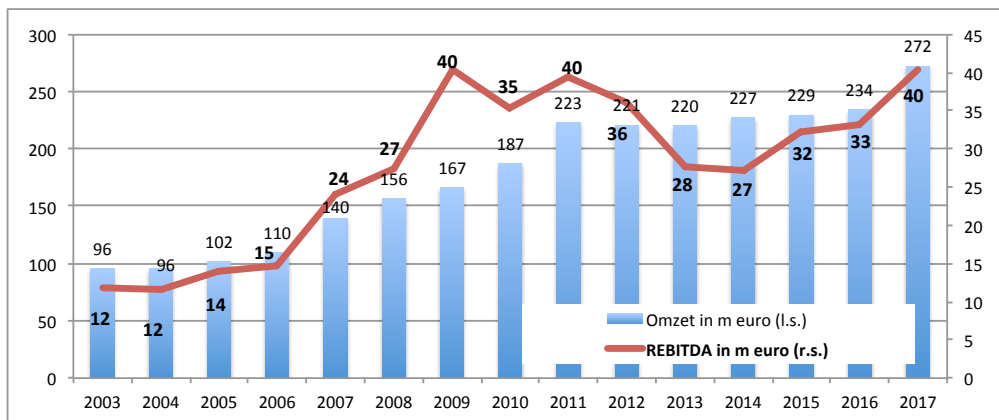
---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

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

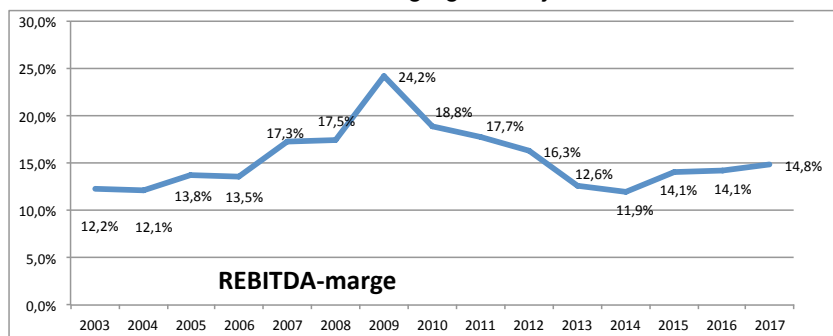


VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS



### Rendabiliteit

De REBITDA of recurrente bedrijfscash-flow meer dan verdrievoudigde (x 3,3) in de beschouwde periode van 14 jaar en hield dus meer dan gelijke tred met de omzet. We merken op dat reeds in 2009 het segment isolatie een REBITDA van 40 miljoen euro optekende. 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 in 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.



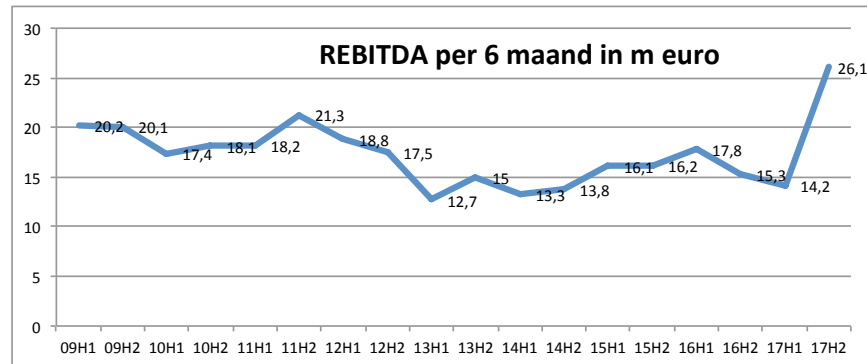
In de grafiek met de evolutie van de REBITDA per halfjaar (zie volgend blad) merken we dat de tweede helft van 2017 heel rendabel was voor Recticel in isolatie. Na de toeleveringsproblemen van grondstoffen en een explosie van de grondstoffenprijzen, slaagde de groep erin die hogere grondstoffenprijzen door te rekenen, gecombineerd met een herstel van de productievolumes, met een sterk verbeterde rendabiliteit tot gevolg. 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 nu andere soorten isolatie kopen na de leveringsproblemen in 2017. De vraag is of dit een tijdelijk fenomeen is, dan wel een structureel.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

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 BELEGGERS



#### Vooruitzichten en conclusie

Voor de eerste helft van 2018 verwachten we een iets hogere omzet, ondanks de zwakte in het eerste kwartaal. We zien de REBITDA wat lager uitkomen 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). Naar de tweede helft van 2018 toe is het uitkijken naar de opstart van de Finse productie-eenheid, vooral dan wat de opstartkosten betreft, de omzetbijdrage zal heel beperkt zijn.

Midden vorig jaar hadden we voor het aandeel Recticel 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. M.a.w. de huidige koers verdisconteert dus relatief weinig groei na 2018, ze houdt ook geen rekening met de eventuele verkoop van een deel van het automotieve segment (interiors).

Gert De Measure (2 mei 2018, koers Recticel: 10,24 euro)

---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

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