Solvay: verbeterde portfolio rechtvaardigt premie

Aandelen | 12.10.2017 Rudy De Groodt - Equity Analyst BNPP Fortis Private Banking
Binnen de Europese chemiesector is Solvay (Hold) een mooi transformatie- en groeiverhaal naar een minder kapitaalintensieve, minder cyclische en duurzamere speler.
Na de succesvolle overname plus integratie van Cytec en de recente verkoop van Polyamide (de laatste grote niet-kernactiviteit) aan het Duitse BASF, is dit meerjarig transformatieproces nu afgerond. Hierdoor kan de groep zich volledig focussen op een duurzame groei van de kerndivisies (*Advanced Materials* en *Advanced Formulations*) met een nog betere stroomlijning van de bedrijfsprocessen, een hogere cashflowgeneratie en verdere schuldafbouw. Bovendien zijn heel wat kopwinden van 2016 nu rugwinden geworden. Hierbij wijzen we op een versnelde verbetering bij de composietenbusiness, een sterk momentum bij Specialty Polymers en Peroxiden, een herstel bij Oil & Gas en nieuwe producten binnen HPC (Novecare). Hoewel natriumcarbonaat (soda ash) binnen *Performance Chemicals* door de verhoogde (Turkse) capaciteit een belangrijke tegenwind kan zijn in 2018, hebben we indicaties dat dit wel eens zou kunnen meevallen. Dit door heel wat Chinese uitvallen/storingen en een verhoogde vraag.

Door de verkoop van Polyamide die in het derde kwartaal van 2018 zou moeten gefinaliseerd zijn en vooral over de eerste jaarhelft een zeer sterke prestatie neerzette, in combinatie met verhoogde negatieve wisselkoersimpact is het niet onlogisch dat op basis van pro forma herrekende cijfers de winstverwachtingen voor 2017 en volgende naar beneden gaan. Inclusief deze factoren verlagen we daarom de EBITDA-schattingen voor 2017 en 2018 met resp. 10% en 8% en de winstschattingen per aandeel met resp. 3 en 4% (-8% in 2019 wanneer Polyamide volledig is verdwenen). We herinneren eraan dat het management door dit alles recent de verwachte groei van de onderliggende bedrijfskasstroom voor geheel 2017 licht verlaagde van een hoog enkel cijfer tot een toename van 6 à 8%. Op basis van een herrekende pro forma EBITDA van 2,075 miljard EUR in 2016 rekenen we in ons model op een groei van 8,2% voor het lopende jaar. Hiermee zitten we aan de bovenkant van de managementprognose. De al eerder licht opgetrokken prognose van een beoogde FCF uit voortgezette activiteiten van meer dan 800 miljoen EUR bleef wel behouden.

Tegenover deze verlaagde winstschattingen staan echter een aantal positieve factoren die zwaarder doorwegen in de herwaardering van het aandeel. Naast een gevoelige daling van de nettoschuld door de Polymade-verkoop denken we hierbij vooral aan een hogere waardering dankzij een betere portfolio mix. Vooral de beter dan verhoopte nettoverkoopprijs van Polyamide (1,3 miljard EUR of 7-8x EBITDA vs. een zeer voorzichtige 800 miljoen EUR in ons model) verklaren het grootste deel (5 EUR) van de opwaartse herziening van het koersdoel van 132 tot 140 EUR. De rest is afkomstig van de portfolio opwaardering. Hierbij geloven we dat het versterkte business profiel waarbij circa 3/4 van de groepsomzet en de EBITDA uit de groeimotoren *Advanced Materials* en *Advanced Formulations* komt, een premie tegenover het sectorgemiddelde rechtvaardigt. Dit verder ondersteund door een Som der Delen waardering van circa 160 EUR per aandeel. Het verhoogd koersdoel van 140 EUR per aandeel voor de komende 12 maanden is gebaseerd op een premie van 10% boven de verwachte gemiddelde EV/EBITDA voor gediversifieerde chemiespelers in 2018. Het Houden advies blijft na de mooie koershausse dit jaar onveranderd. Grootste risico's zijn een

verslechterde situatie bij de autoproductie, olieprijszwakte, verhoogde foreximpact en verlies van marktaandeel bij Cytec.
Bronnen : BNP Paribas Wealth Management, Thomson Reuters IBES, Morningstar, Exane