

## “Hoger advies en lager koersdoel voor Solvay”

Uit het departement: “Composietmaterialen, ooit duur betaald, zijn vandaag wél de toekomst”



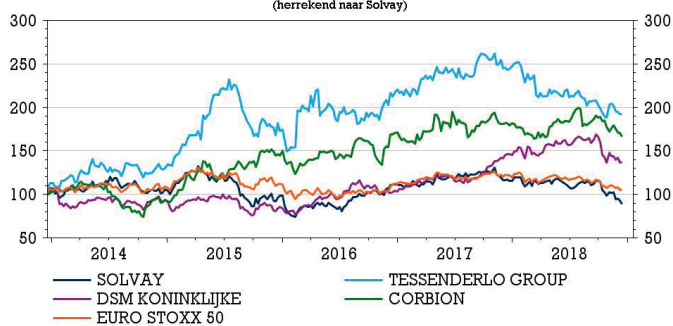
KBC Securities-analist Wim Hoste heeft een nota geschreven over Solvay en kwam daarbij tot de conclusie dat het advies een upgrade verdiende van “Hold” naar “Buy”, terwijl het koersdoel bijgesteld werd van 125 naar 120 euro (35% opwaarts potentieel). Aan een koerswinstverhouding van 11,1 voor 2019 en een EV/REBITDA waardering van 7,15x voor 2019, in combinatie met een dividendrendement van 4,4%, is de waardering aantrekkelijk.

### Composie + natriumcarbonaat = win

Centraal staat de verbetering van het momentum in composietmaterialen en een prijsherstel in natriumcarbonaat, waardoor de bedrijfskasstroom (REBITDA) in 2019 met 5% kan aandikken, ondanks een vertraging in de olie en gaschemicaliën activiteiten en in de Specialty Polymers afdeling.

Solvay heeft in het afgelopen decennium zijn portefeuille ingrijpend gewijzigd, met onder meer de verkoop van de farmaceutische activiteiten en een reeks activiteiten die vooral gekenmerkt worden door een lagere groei of een vrij cyclische activiteit, zoals chlorovinylproducten en polyamide (deze laatste transactie is nog aan de gang). Bovendien is Solvay begonnen met een reeks overnames, waarvan Rhodia en Cytec de belangrijkste waren.

Chemiesector in de Benelux  
(herrekend naar Solvay)



Source: Thomson Reuters Datastream

### Groeimotoren

#### Luchtvaart

- KBC Securities meent dat het grootste groeipotentieel van het bedrijf op lange termijn ligt binnen de cluster van de “Nieuwe Materialen”, met name in Composieten. De omzet van de composietactiviteiten is in de eerste twee jaar na de overname van Cytec met 11% gedaald als gevolg van transitie binnen de luchtvaartindustrie (teruggang van breedrompvliegtuigen en verschuiving naar nieuwere generatie platformen, waardoor de productie soms hapert). Na een verdere daling in de eerste helft van 2018 (-4,3%), draaide het momentum positief in het derde kwartaal, met een groei van 13%.
- Wim Hoste ziet ruimte voor een structurele groeifase in de lucht- en ruimtevaartindustrie, met productieschema's van nieuwe generatie vliegtuigen die de productie versnellen en de orderportefeuilles die goed gevuld zijn. Zijn analyse van de productieverbodingen voor enkele van de belangrijkste platformen, namelijk de B737Max, A320neo en F-35 toont aan dat de omzetgroei in composieten kan versnellen tot 15% en meer vanaf volgend jaar, op voorwaarde natuurlijk dat de sector geen fundamentele wijzigingen ondergaat.

#### Automobielandustrie

- Op lange termijn worden de groeimogelijkheden voor composieten in de automobielandustrie als 'enorm' omschreven. De argumenten voor het gebruik van composieten in de lucht- en ruimtevaart, lees: een sterk en licht materiaal dat het mogelijk maakt om te besparen op brandstofverbruik, zijn ook geldig voor auto's. Strengere emissiewetgeving, bijvoorbeeld met de komende CO2-grenswaarde van 95 g/km in Europa tegen 2021 en een voorgestelde verdere vermindering van 35% tegen 2030, is een sterk argument voor een bredere toepassing in de automobielsector.
- Aangezien het totale gewicht van de wereldwijd geproduceerde personenauto's elk jaar meer dan 1000x groter is dan het gewicht van alle commerciële vliegtuigen, is het potentieel gewoonweg enorm. Een voorbehoud is dat de productietechnologie verder moet worden verbeterd om adoptie op de massamarkt voor auto's mogelijk te maken, en het zal ongetwijfeld tijd kosten om dit te bereiken.

## Positieve impact van een nieuwe CEO

De huidige CEO van Solvay, Jean-Pierre Clamadieu, is voorzitter van Engie geworden en zal vanaf maart 2019 worden opgevolgd door Ilham Kadri, momenteel CEO en voorzitter van het particuliere bedrijf Diversey op het gebied van hygiënetechnologie. Analist Wim Hoste meent dat haar prioriteiten voor de komende jaren zullen liggen bij het benutten van de organische groei, het synergiepotentieel door de combinatie van Cytac met de oude activiteiten van Solvay (vooral op het gebied van de Speciale Polymeren) en een verdere stroomlijning van de organisatie.

In dit verband wordt verwezen naar het transformatieplan dat Solvay begin 2018 uitwerkte om de recurrente bedrijfskasstroom (REBITDA) met 150 miljoen euro te doen toenemen. Dat doel moet binnen een periode van drie jaar volledig worden gerealiseerd.

Solvay	14	15	16	17	18E	19E	20E	21E
Omzet	10,629	11,047	11,403.0	10,891.0	10,665.6	11,174.1	11,658.2	12,153.6
REBITDA (€m)	1,783	1,955	2,284.0	2,230.0	2,237.3	2,406.0	2,543.9	2,660.0
REBITDA marge	16.8%	17.7%	20.0%	20.5%	21.0%	21.5%	21.8%	21.9%
Netto resultaat	80	406	620.0	1,060.0	807.7	853.0	950.8	1,041.2
					18E	19E	20E	21E
P/E	17.7x	16.3x	16.5x	12.6x	16.2x	11.2x	10.1x	9.2x
EV/EBITDA	9.2x	11.3x	10.1x	9.4x	7.7x	7.0x	6.4x	6.0x
Koers/boekwaarde	1.5x	1.0x	1.2x	1.3x	0.9x	0.9x	0.9x	0.8x
Rendement op vrije cash flow	7.3%	1.4%	6.7%	10.7%	5.9%	4.8%	6.5%	6.8%
Dividendrendement (bruto)	3.0%	2.8%	3.0%	3.1%	4.2%	4.3%	4.5%	4.6%
					18E	19E	20E	21E
Nettoschuld (€m)	778.0	4,379.0	4,355.0	3,145.0	2,968.0	1,611.3	1,409.6	1,194.2
Net debt/REBITDA	0.44x	2.24x	1.91x	1.41x	1.33x	0.67x	0.55x	0.45x
					18E	19E	20E	21E
Omzet-groei	2.5%	3.9%	3.2%	-4.5%	-2.1%	4.8%	4.3%	4.2%
REBITDA-groei	7.2%	9.6%	16.8%	-2.4%	0.3%	7.5%	5.7%	4.6%
Netto winstgroei	-70.4%	407.5%	52.7%	71.0%	-23.8%	5.6%	11.5%	9.5%

Bron: KBC Securities

## Advies en koersdoel

De koers van het Solvay-aandeel stond de afgelopen maanden sterk onder druk door de toenemende vrees voor de wereldwijde economische vooruitzichten, de zwakte in de auto-industrie en de dalende olieprijs (die naar verwachting van invloed zal zijn op Novacare). Het standpunt van KBC Securities is eerder voorzichtig en laat ruimte voor verhoging, zeker ten aanzien van de winstverwachtingen waarbij ze zich gebaseerd hebben op een autonome groei van de onderliggende EBITDA-met 5% op jaarbasis. Dat moet de marges ten goede komen, die in 2017 nog afklokten op 5 à 6%.

Eén en ander komt neer op een autonome groei van 3,5% in het vierde kwartaal van 2018. Voor de komende drie jaar wordt gemikt op een gemiddelde groei van de onderliggende EBITDA van 4,8%, wat lager ligt dan de schattingen van Solvay zelf, dat mikt op een groei van 6 à 9%. In 2019 zou de onderliggende EBITDA met 4,9% moeten groeien, aangedreven door Advanced Materials (+6,1%) en Performance Chemicals (+4,6%). Die moeten profiteren van de groei van de composietmaterialen en een betere prijs van natriumcarbonaat.

## Verwachting en waardering

KBC Securities verwacht geen grote positieve nieuwsstroom op korte termijn, maar is toch van mening dat de verbeterende dynamiek in Composites en de nog steeds behoorlijke REBITDA-groei voor 2019 het aandeel na de zwakte van de afgelopen maanden zou moeten kunnen herwaarderen. Het aandeel noteert vandaag aan een koerswinstverhouding van 11,1 voor 2109 en een EV/REBITDA ratio van 7,15x. Dat wil zeggen dat de huidige waardering van Solvay aanzienlijk lager is dan dat van de sectorgenoten, zelfs als we bedenken dat het rendement op de vrije cash flow enigszins wordt beïnvloed door de noodzaak om pensioentekorten in te dekken. Het advies stijgt daarom van "Houden" naar "Kopen".

### EVOLUTION OF REVENUE AND MARGINS



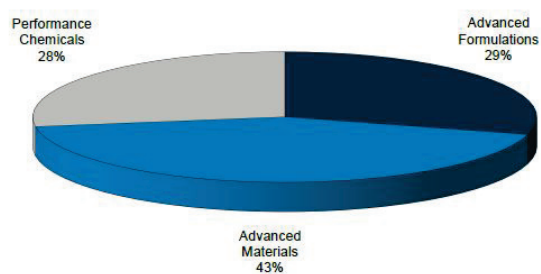
Source: Solvay, KBC Securities forecasts

### EVOLUTION OF EPS & DPS



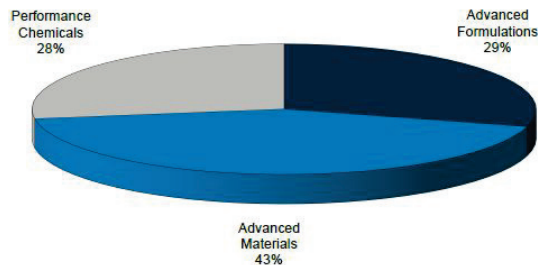
Source: Solvay, KBC Securities forecasts

### BREAKDOWN REVENUE



Source: Solvay, KBC Securities forecasts

### BREAKDOWN REBITDA



Source: Solvay, KBC Securities forecasts

**Auteurs:** Tom Simonts, Senior Financial Economist KBC Group "The Front Row"  
**Bijdrage door:** KBC Securities  
**Gerelateerd:**



Tom Simonts  
Senior Financial Economist  
KBC Groep



E-mail:  
Tel:  
Mobile:

[tom.simonts@kbc.be](mailto:tom.simonts@kbc.be)  
+32 2 429 37 22  
+32 496 57 90 38

Address: KBC Groep  
Harvenlaan 2 (GCM)  
B 1080 Brussels

Een samenwerking van KBC Groep.

Neem een kijkje op [www.kbceconomics.be](http://www.kbceconomics.be), [www.kbcsecurities.com](http://www.kbcsecurities.com) en [www.kbc.be](http://www.kbc.be)

In-/Uitschrijven op de mailing lijst van The Front Row?

Stuur een e-mail naar [frontrow@kbc.be](mailto:frontrow@kbc.be) met vermelding "The Front Row" en/of "Notendop".

#### Disclaimer

Deze publicatie vormt een algemene duiding van de economische actualiteit en kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies of als beleggingsaanbeveling met betrekking tot de beschreven financiële instrumenten, noch wordt er enige beleggingsstrategie voorgesteld. In sommige gevallen kan deze publicatie evenwel verwijzen naar en samenvattingen bevatten van beleggingsaanbevelingen van andere entiteiten van de KBC-groep.

De informatie opgenomen in deze publicatie mag worden hergebruikt, op voorwaarde dat dit wordt aangevraagd en dat KBC expliciet met dit hergebruik heeft ingestemd. Het hergebruik moet in ieder geval beperkt blijven tot de tekstuele informatie. KBC Bank heeft beroep gedaan op de door haar betrouwbaar geachte bronnen voor de informatie opgenomen in deze publicatie. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van de informatie wordt evenwel niet gegarandeerd. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in realiteit tot uiting zullen komen.

KBC Groep NV noch enige andere vennootschap van de KBC-groep (of enige van hun aangestelde) kunnen aansprakelijk gesteld worden voor enige schade, rechtstreeks of onrechtstreeks, die het gevolg is van de toegang tot, de consultatie of het gebruik van de informatie en de gegevens vermeld in deze publicatie of op de websites [www.kbc.be](http://www.kbc.be), [www.kbcsecurities.be](http://www.kbcsecurities.be), [www.kbcprivatebanking.be](http://www.kbcprivatebanking.be) en [www.kbceconomics.be/nl.html](http://www.kbceconomics.be/nl.html).

KBC Groep NV – onder toezicht van de FSMA – [www.kbc.com](http://www.kbc.com)