

# Solvay:

## Groei door compositie



Steven Vandenbroeke

### Overname Cytec, aantrekkende winst

**Rond Solvay vloaide recentelijk** heel wat (digitale) inkt. En terecht, want het nam een vlucht vooruit door de overname van Cytec, terwijl de tweede kwartaalcijfers de focus klemvast op de (fors) aantrekkende winstgevendheid hielden. Hoog tijd om beide nieuwtjes te positioneren naar hun relatieve impact.

**Cytec** Na Rhodia is er dus weer nieuws van het overnamefront. En het is er ééntje van formaat: 5,5 miljard dollar voor de Amerikaanse composietenmateriaalmaker Cytec (75,25 dollar per aandeel, wat een premie is van 29%). Met de transactie koopt de groep voor 2 miljard dollar extra omzet bovenop een groepstotaal van 10,6 miljard euro in 2014.

Indien de 0,9 miljard dollar schulden op de balans meegeteld worden, komt de ondernemingswaarde uit op 6,4 miljard dollar. Dat is een forse waardering, want de EV/REBITDA-multiple op basis van de cijfers over 2014 zou dan 16,1x bedragen. Voor 2015 komt het neer op een multiple van 14,7x, want nog steeds hoog is. Ter vergelijking. In april 2011 telde Solvay inclusief uitstaande schulden 6,6 miljard euro en een premie van 50% op de beurskoers neer voor Rhodia. Toen was sprake van een waarderingsmultiple van 7,3 keer de REBITDA en werd ook gewag gemaakt van een 'dure' transactie.

Solvay mikt op synergievoordelen vóór belastingen van meer dan 100 miljoen dollar die grotendeels in de eerste drie jaar zullen gerealiseerd worden. Als die in de transactieprijs worden versleuteld, zou de EV/REBITDA waarderingsratio 11,7x bedragen. Kanttekening daarbij is dat de synergiën nog niet onmiddellijk zullen meespelen, zodat de acquisitie

op korte termijn, ceteris paribus, de EV/REBITDA ratio van de gecombineerde groep met ongeveer 1x verhoogt tot goed 9x.

Daartegenover staat dat er een meer dan behoorlijk interessante vis wordt bin-

nengehaald. Cytec is namelijk de tweedegrootste producent van composietmaterialen voor de ruimtevaart ter wereld en vormt dus een zoveelste stap in het proces om het ooit hy-

bride bedrijf (farma, chemicaliën en kunststoffen) om te vormen tot een gediversifieerde chemiegroep. Concreet betekent dit een evolutie naar een minder cyclische en minder kapitaalintensieve groep met een hogere return.

**Divisies** Cytec zal in twee Solvay-divisies geïntegreerd worden: de composieten komen terecht bij Advanced Materials en de chemische formuleringen bij Advanced Formulations. Om dit te kaderen, laten we eerst de verschillende divisies van de Belgische groep de revue passeren.

1. Advanced Materials levert met 39% de grootste bijdrage tot de REBITDA van de groep. Onder deze noemer vinden we de Specialty Polymers terug, door KBC Securities-analist Wim Hoste omschreven als de kroonjuwelen van de groep. De eindmarkten van Specialty Polymers zijn erg divers en omvatten Automotive, Smart Devices, Gezondheidszorg, Elektriciteit en Elektronica, Consumentengoederen, Bouw en Energie. Voor de auto-industrie werkt Solvay onder meer aan kathode- en anode-binders voor Li-Ionaccu's, membranen voor brandstofcellen, composietmaterialen, slangen en dichtingen voor turboladers, enz. Drijfveer voor de innovatieve oplossingen is onder meer de vraag van de autoproducenten om de CO<sub>2</sub>-uitstoot van hun producten te vermindere. De vraag naar zuinigheid inspireert Solvay ook om onderdelen in composietmateriaal te ontwikkelen voor de luchtvaartsector.
2. Performance Chemicals (34% van de REBITDA), waarvan de soda-activiteiten goed de helft van de omzet voor hun rekening nemen. Solvay is met een productiecapaciteit op basis van trona-erts in de vs en synthetische fabrieken in Europa wereldmarktleider voor soda. Naar eigen zeggen staat Solvay in voor 36% van de Europese productiecapaciteit en ongeveer 20% van de Noord-Amerikaanse capaciteit. Eindproducten van de soda-activiteiten zijn onder meer terug te vinden in de glasindustrie en in de detergente- en reinigingsmiddelenindustrie. Naast soda is Solvay ook marktleider op het vlak van peroxiden, waarvan de producten onder meer in de papier- en verpakkingsnijverheid terug te vinden zijn.

“Concreet betekent dit een evolutie naar een minder cyclische en minder kapitaalintensieve groep met een hogere return.”

3. Advanced Formulations (18% van de REBITDA). Binnen deze divisie gaat Novocare met de meeste aandacht lopen. Novocare is actief op het vlak van oppervlaktebehandeling en werkt onder meer aan toepassingen voor de behandeling van aluminiumoppervlakten waardoor deze kunnen bekleed worden. Deze activiteiten werden na de overname van Chemlogics met een omzet van ruim 2 miljard euro de grootste business unit.
4. Functional Polymers (8% van de REBITDA) is het kleinste broertje binnen de Solvay-familie en bestaat vooral uit de polyamide-activiteiten. De polyamides die de Solvay-vestigingen verlaten, vinden onder meer een bestemming bij technische kunststoffen, maar ook in de textielindustrie en bij de producenten van lakken en lijmen. En als het leder van je auto of salon een behandeling heeft gekregen is de kans groot dat Solvay daar voor iets tussen zit.

**Kwartaalcijfers** Naast de Cytecx-transactie, rapporteerde Solvay voor het tweede kwartaal een toename van de recurrente operationele kasstroom en wel met 8,1% op jaarbasis tot 500 miljoen euro. De groep presteerde daarmee in lijn met de gemiddelde marktverwachting. In termen van volumes (-3,6%) en prijseffecten (-1,3%) was er wel sprake van een bescheiden terugval, maar dat werd gecompenseerd door positieve wisselkoerseffecten. De onderliggende nettowinst kwam uit op 143 miljoen euro, echter een flink eind onder de verwachtingen door een teleurstelling in het Advanced Formulations segment. Dat had last van de vertraging van de Novocare- Olie & Gaschemicaliën. Na de overname van Chemlogics, vertegenwoordigt olie en gas ongeveer 35% van de omzet van Novocare, maar de terugval van de onconventionele Amerikaanse schalieolie- en gasindustrie heeft het moeilijk door de dalende olieprijs. En als we er de meest recente prijsgrafieken van het zwarte goud er bij nemen zit daar niet onmiddellijk verandering aan te komen.

**Vooruitzichten** Solvay herhaalde niettemin de eerder gestelde vooruitzichten: voor 2015 zit het daarom op koers om 'een solide REBITDA groei' op te tekenen, terwijl de

REBITDA-lat voor 2016 bij een ongewijzigde vergelijkingsbasis (wat dus eigenlijk na de aankondiging van de Cytec-acquisitie al achterhaald is) op 2,3 tot 2,5 miljard euro gelegd werd. Daarmee zette de groep één en ander in beweging, want de bevestiging was niks meer of minder dan een verhoging van de verwachting. In het initiële cijfer zat per saldo immers 80 miljoen REBITDA van inmiddels verkochte en overgenomen activiteiten, waaronder Eco Services. Dat Solvay toch bij zijn doelstelling bleef, is vooral op rekening te schrijven van de Excellence-doelstellingen die voor 2016 stijgen van 670 miljoen euro naar 800 miljoen euro. De groep zal met andere woorden verder werk blijven maken van kostenbesparingen.

**Investment case** Het management is, onder leiding van de vroegere Rhodia-CEO Jean-Pierre Clamadieu, bezig om Solvay om te vormen tot een minder kapitaalintensieve en minder cyclische groep. Na de aangekondigde acquisitie van Cytec sluiten we daarom niet uit dat Solvay in de komende jaren nog enkele activiteiten zal afstoten, meer bepaald de cyclische polyamide-activiteiten en eventueel ook de mature Acetow-operaties. KBC Securities staat positief tegenover deze transformatie, al is de voor Cytec opgehoeste prijs eerder aan de (te) hoge kant. Daartegenover is het wel positief dat de inspanningen van het management om de kosten te verlagen (als onderdeel van de 800 miljoen euro Excellence-doelstelling) heel wat marge-ondersteuning zouden moeten opleveren.

**Waardering** Na de terugval van de voorbije dagen en weken (het aandeel daalde na een topkoers van 140 euro tot 100,6 euro)



is de huidige waardering (ongeveer  $8 \times EV/REBITDA$  inclusief de pro-forma contributie van Cytec) voor KBC Securities aantrekkelijk genoeg om een Opbouwen-advies te handhaven op het aandeel. De recente terugval maakt wel dat het opwaarts potentieel om aan het KBC Securities koersdoel te geraken opgelopen is tot 40%! Komt daar nog een bovenop het aantrekkelijke dividendrendement (3,4% bruto). Of Cytec daadwerkelijk de verhoopte groei zal opleveren blijft de vraag, maar tegen de huidige koers lijkt dat voor het aandeel alvast wel op te gaan.



REDACTIE 24 AUGUSTUS  
 KOERS 104,65 EURO  
[WWW.SOLVAY.COM](http://WWW.SOLVAY.COM)