

Solvay en Cytec, een turbulente start



Wim Lewi
Onafhankelijk analist
Valuescan.be

Enthousiasme over overname Cytec is al aanzienlijk bekoeld

Het enthousiasme bij de aankondiging van de Cytec-overname, bekoelde aanzienlijk over de laatste maanden. Solvay betaalde niet alleen een hoge prijs om Cytec in te leven, maar er zaten ook een aantal zaken tegen. Het betaalde 16 keer de bedrijfskasstroom of 6,4 miljard dollar. In de huidige lage rente markt, kan je de rentelast gedeeltelijk door de centrale bank laten betalen, maar de schulden moeten volledig terugverdiend worden. Achteraf gezien had het bedrijf waarschijnlijk beter nog even afgewacht om de trekker over te halen. De lage euro, olie en staalprijs hebben een schaduw geworpen over de groeivoorzichten op middellange termijn van Cytec. Maar ook de onzekerheid over Europese groei komt ongelegen voor de overige kernactiviteiten van Solvay.

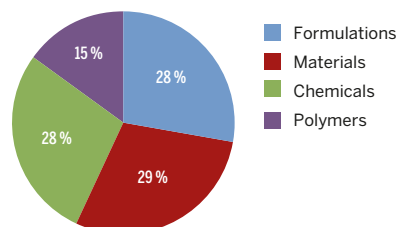
De hachelijke financiële situatie van een groot aantal grondstofbedrijven heeft de aandacht van de markt weer op de absolute schuldpositie van bedrijven gericht. Solvay heeft nu een grotere schuldpositie dan ervoor en is in de eerste jaren na de overname kwetsbaar voor grote tegenslagen. De overname werd ook door een aandelen emissie gefinancierd met een significante discount. De verwatering voor nieuwe aandeelhouders bedraagt hierdoor ongeveer 10 % tegenover de koers van voor de overname. Het management kreeg waarschijnlijk te veel krediet voor de integratie van Rhodia. Dat was een koopje in vergelijking met Cytec en ook de habitat van de huidige ceo. Hij werd benoemd tot ceo van de Rhodia-groep in 2003 na een lange carrière binnen het bedrijf. Ook andere recente aankopen zoals Novacare gaven blijk van slechte markttiming wegens de afhankelijkheid van de olieprijs.

Ondertussen verloor de marktwaarde van Solvay sinds vorige zomer ongeveer 30 % of drie kwart van de waarde die het voor Cytec betaalde. De daling werd versneld door de marktvolatiliteit van januari die negatief sentiment nog versterkt. In dit artikel analyseren we eerst de activiteiten van de nieuwe groep en maken we een langetermijnschatting van de groei, winstgevendheid en kapitaalnoden. Op basis van een conservatief waarderingmodel komen we tot een faire waarde van 100 euro. Er kan nog wel op korte termijn turbulentie optreden bij de Cytec-resultaten en de lange termijn composietstrategie heeft ook tijd nodig om zich door te zetten.

Solvay voor en na Cytec Solvay is actief in chemie en plastics. Het werd opgericht door 2 broers Solvay in 1863. De hoofdzetel is in Brussel, maar het aandeel noteert ook in Parijs en is sinds 2012 lid van de CAC40. Tegenwoordig is Solvay actief in 56 landen met ruim 29.400 medewerkers in 117 vestigingen. Solvay onderging in 2010 al een grondige gedaanteverandering. Eerst verkocht het de farmaceutische activiteiten voor 4,5 miljard euro aan het Amerikaanse Abbott Laboratories. In 2011 bood Solvay 3,4 miljard euro voor het Franse Rhodia, dat in 1998 werd afgesplitst van Rhône-Poulenc, nu onderdeel van Sanofi. Rhodia draaide toen een jaaromzet van 5,2 miljard euro en telde 14.000 werknemers. Het maakte toen materialen voor de autosector, elektronica en aroma's voor voeding en parfums.

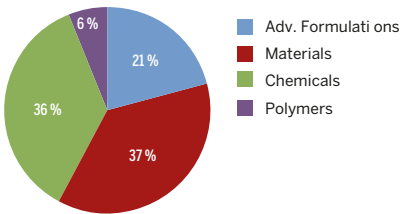
De vier gerapporteerde segmenten en producten bestaan uit :
Formulations: Novacare (surfactants), Coatis (soluants), Aroma (vanillin), Technische oplossingen
Advanced Materials: composieten en speciale polymeren, de groeimotor
Performance chemicals: soda ash (glas) en peroxides (bleekmiddel), de cyclische kernactiviteit
Functionele polymeren: polyamides (textiel), lage marge, wordt afgebouwd
 Cytec hoort bij de afdeling advanced materials.

Sales per segment



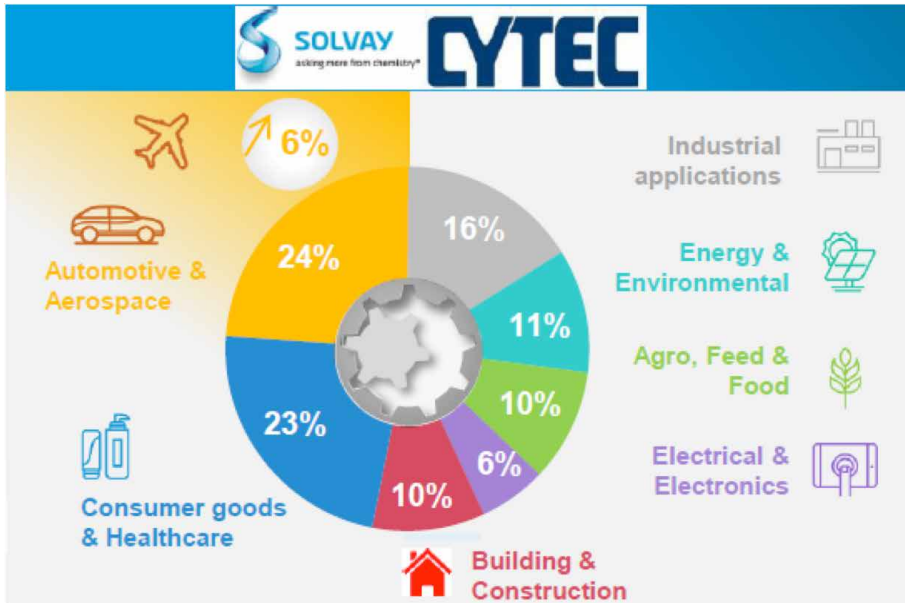
De volledige integratie van Cytec zal de aard van de groep aanzienlijk veranderen. Solvay versterkt hiermee zijn positie in hoogwaardige composietmaterialen voor lijnvliegtuigen en sportauto's. Dit segment stijgt in de nieuwe groep met 6 % tot 24 %. De andere toepassingsgebieden staan in onderstaande grafiek:

EBIT per segment



Cytec heeft een sterke positie opgebouwd in de toelevering van composietmaterialen voor de luchtvaartindustrie en industriële toepassingen. Solvay verwacht te groeien door deze composietmaterialen van Cytec nog meer in de auto-industrie te introduceren ter vervanging van andere materialen

zoals aluminium en staal. De Cytec-composietactiviteiten ondervinden de laatste kwartalen last van de sterke dollar. De luchtvaart-composiettoepassingen zijn de laatste jaren snel gegroeid in vliegtuigontwerp, van kleine secundaire structuren naar veeleisende stuurvlakken, staartvlakken, rompen en vleugels. Deze trend volgt uit de eigenschap dat Carbon-fiber versterkt polymeer aanzienlijk stijver reageert dan vergelijkbare aluminium-constructies van dezelfde sterkte. Dit zorgt voor meer passieve veiligheid en een grotere weerstand tegen erosie. De productie van composietonderdelen op grote schaal verlaagt ook de productiekosten per eenheid en bespaart op assemblagetijd door de eliminatie van bevestigingsmiddelen. Deze materialen zijn ook interessant voor de luchtvaartmaatschappij omdat ze minder onderhoud vereisen. Metalen structuren zijn bovendien kwetsbaar voor langdurige vermoeidheid en corrosie. Dat verhoogt de inspectie-, onderhouds- en reparatiekosten voor de eigenaar. Cytec claimt ook een verbetering in aerodynamica. Composieten worden in een vorm gegoten zodat de ideale aerodynamische lij-



251 Private Bankers zetten zich in voor u. En voor uw rendement.

7,43%*
gem. jaarrendement
voorbij 3 jaar

7,43%*, dat was de voorbij 3 jaar het gemiddelde jaarrendement van het mandaat "Belfius Managed Portfolio Strategie 50". Het resultaat van de persoonlijke aanpak van 251 Private Bankers en tal van experts die de portefeuilles van klanten beheren. Daarbij houden ze rekening met de wensen, de kennis en ervaring op het vlak van beleggingen, en de langetermijnstrategie van elke klant. In vertrouwen. In overleg. En met duidelijke afspraken over het evenwicht tussen risico en beoogd rendement. Dit rendement is dus zeker niet het enige waarover onze Private Banking-kliënten heel tevreden zijn.

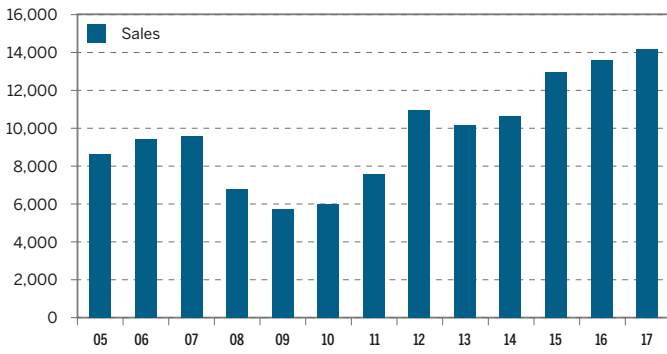
"Belfius Managed Portfolio Strategie 50" is een discretionair beheerscontract, toegankelijk vanaf 500 000 euro.

Wenst u ook uw eigen Private Banker, voor uw eigen portefeuille?
Maak kennis met uw Private Banker in uw kantoor of op belfius.be/privatebanking.

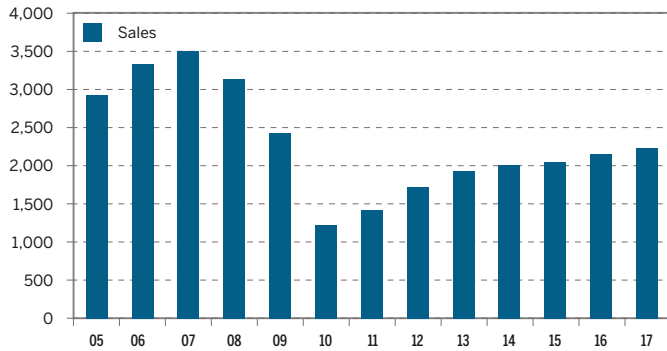


*Gemiddeld jaarrendement tussen 01-01-2013 en 31-12-2015. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Raadpleeg de rendementen van de voorbije jaren op belfius.be/privatebanking. Belfius Bank NV, Pachecolaan 44, 1000 Brussel - Tel. 02 222 11 11 - IBAN BE23 0529 0064 6991 - BIC GKCCBEBB - RPR Brussel BTW BE 0403.201.185 - FSMA nr. 019649 A.

Solvay + Cytec



Cytec



nen worden bereikt. Vliegtuigen met een grote proportie aan composieten bereiken ook een betere vermogen tot gewicht ratio, wat resulteert in verbeterde operationele efficiëntie en prestaties van vliegtuigen.

Keerzijde van de medaille op korte termijn

Naast de negatieve impact van de sterke dollar, lijdt Cytec ook onder de onzekerheid over de orderboeken bij de vliegtuigbouwers. Daar zitten grote orders in van maatschappijen uit Azië (China) en

scenario lijkt zich de eerste jaren niet te realiseren. Hetzelfde argument geldt voor de penetratie van composietmaterialen in de automobiel markt. Dat is al standaard in de prijsklasse boven 100,000 euro om quasi dezelfde

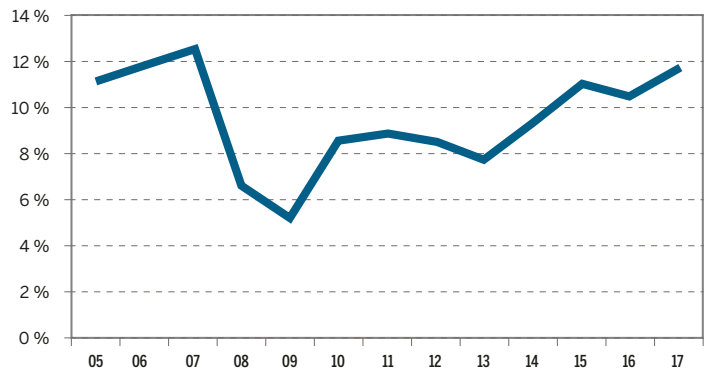
Midden-Oosten. De economische afkoeling in China en de impact van de dalende olieprijs kan over de komende jaren voor uitstel zorgen. Bovendien laat onderstaande figuur zien dat de penetratie van composietmateriaal al ver is doorgedrongen in het laatste niveau van vliegtuigtypes. De grootste groei van deze trend ligt daarom waarschijnlijk achter ons.

Bovendien zijn deze vliegtuigtypes vaak interessant bij een hoge olieprijs boven 100 dollar per vat. Dat

de argumenten als bij de luchtvaart. De verwachting dat dit zich ook gaat manifesteren in het autosegment in de normale prijsklasse kan vertraging oplopen door de daling van de olieprijs en ook de staalprijs. Het composietmateriaal wil staal vervangen op een moment dat het metaal in decennia niet meer zo goedkoop is geweest door de Chinese overcapaciteit die naar onze regio stroomt. De Europese Commissie kijkt er naar en doet niets.

Net zoals heel wat cleantech ontwikkelingen is de duurzame strategie van Solvay op lange termijn een goed idee. In de huidige marktomgeving van lage grondstof- en energieprijzen is dat een moeilijke opdracht. Zo zijn ook de rotorbladen van windmolens een composiettoepassing die afhankelijk is van overheidssubsidies en hoge energieprijzen. De vs krijgt nu zijn gasoverschot al niet opgeslagen en de prijs is dan ook met 75% gedaald. Dit leidt tot goedkope energie. De subsidiepoten voor hernieuwbare energie staan ondanks alle goede voornemens onder druk

2. Margin

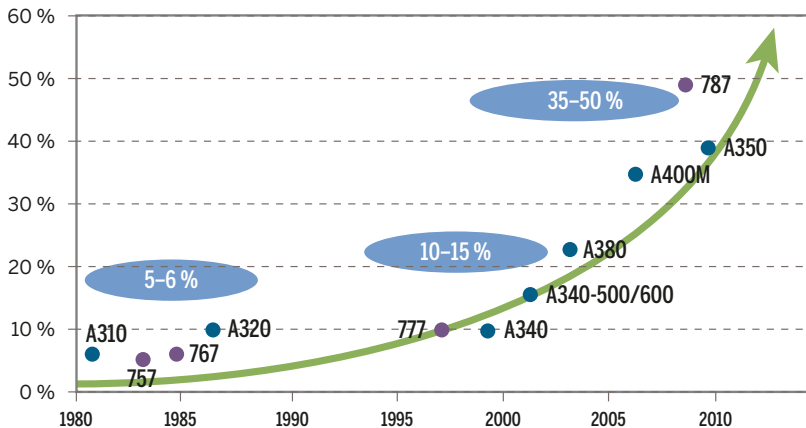


van de overheidsschulden. De markt heeft de verlaagde verwachtingen op Cytec groten-deels in de koers van Solvay in geprijsd. De groei van duurzame technologie zit er zeker aan te komen, maar het kan nog enkele jaren duren alvorens ze op snelheid komt.

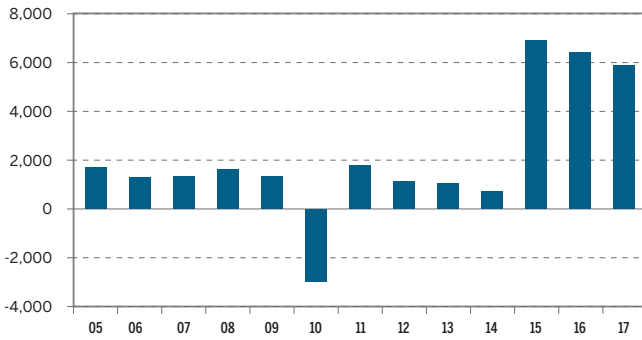
Winstgevendheid door integratie bonus

Door de integratie van Cytec verbetert het winstmargepotentieel van Solvay omdat Cytec een gemiddeld hogere winstgevendheid heeft dan de traditionele chemie-activiteiten van Solvay. De integratie zal over de eerste 2 jaren nog op de kosten wegen omdat het een grote uitbreiding betreft met serieuze impact op de structuur van de organi-

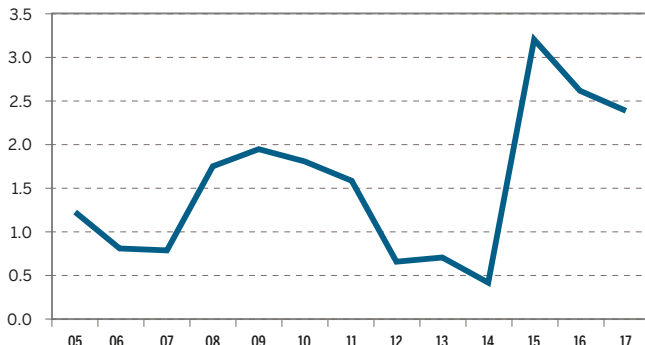
Aircraft composite content over time



5. Net Financial debt



Net Debt/EBITDA



satie. Vanaf 2017 zal het winstpotentieel van de overname maximaal zijn. Het bedrijf verwacht 100 miljoen euro in synergiën te realiseren. Solvay kan hierdoor de winstmarge

evenaren van het recordjaar 2007. De synergieverwachting van Solvay is waarschijnlijk aan de optimistische kant omdat Cytec een eigen cultuur van research en development heeft die je niet zo snel kan of mag transplanteren. De technologie blijft ook evolueren en Cytec moet blijven investeren om zijn marktpositie te verdedigen.

Kapitaalbehoefte verzadigd De overname van Cytec trekt de schuldgraad van Solvay op naar 2,5 x schulden tegenover de bedrijfskastroom op het einde van 2016. Dat is nog een veilig niveau en laat een zekere marge voor tegenvallers. De convenanten liggen typisch rond 3,5 keer. De komende jaren zal de schuldgraad weer afnemen. De rentekosten vallen door het lagerentebeleid



van de centrale banken lager uit dan de historische rentelast. Solvay kan hierdoor een hefboom halen op zijn investering en financiert daarom meer dan drie kwart van de overname door schuldpapier. Deze obligaties worden bovendien grotendeels in euro uitgegeven om te profiteren van de Draghi-discount. De uitgifte van nieuwe aandelen voor 1,5 miljard euro heeft voor een verwatering van ongeveer 10% gezorgd. De steun van de Solvay Holding en de relatief sterke balans beperken het risico voor de aandeelhouders. Solvay heeft al aangegeven om zijn polyamideafdeling versneld te willen verkopen om in ieder geval in de veilige zone te blijven van de schuldgraad.



REDACTIE 18 FEBRUARI

KOERS 80,82 EURO

WWW.SOLVAY.COM

De DCF gebruikt een Wacc van 8% (normaal)

DCF Berekening

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Salesgrowth	-7,0 %	4,7 %	21,5 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Sales	10150	10629	12914	13559	14102	14525	14960	15260	15565	15876	16194
Oper. Margin	7,7 %	9,3 %	11,0 %	11,9 %	12,2 %	12,2 %	12,2 %	12,2 %	12,2 %	12,2 %	12,2 %
Oper. Income	782	991	1420	1608	1725	1776	1830	1866	1903	1942	1982
Depreciation	781	753	742	849	883	888	915	933	852	971	990
WC changes		864	-285	-80	-38	-29	-30	-21	-21	-22	-22
Taxes	-170	-84	-252	-319	-342	-353	-363	-371	-378	-386	-394
Capex	-1745	-650	-7000	-829	-862	-888	-915	-933	-952	-971	-990
Free Cash Flow	-352	1874	-5375	1228	1365	1394	1436	1475	1504	1534	1566
Working Capital	1442	578	863	943	981	1010	1040	1061	1082	1104	1126
Net Debt	5385	3511	8886	7658	6292	4898	3462	1987	483	-1051	-2618
Tax Rate	-22 %	-8 %	-18 %	-20 %	-20 %	-20 %	-20 %	-20 %	-20 %	-20 %	-20 %
WC/Sales	14 %	5 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %
Capex/Sales	-17 %	-6 %	-54 %	-6 %	-6 %	-6 %	-6 %	-6 %	-6 %	-6 %	-6 %
Deprec./Capex	45 %	116 %	11 %	102 %	102 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Free Cash Flow		1874	-5375	1228	1365	1394	1436	1475	1504	1534	1566
Discount Factor		1,000	0,926	0,858	0,795	0,736	0,682	0,632	0,585	0,542	0,502
Discounted Flows		1874	-4979	1054	1085	1026	979	931	880	831	786
Horizon Value		1.808									
Terminal Value		13.456									
- net debt		5.385									
Equity Value		9.879									
Nr Shares		104									
HV/TV Ratio		18 %									
Fin. Assets		544									

WACC 8,0 %

LT Growth 2,0 %

Target Price: 100,0