

Louvain School of Management

L'analyse fondamentale des actions

Analyse de l'entreprise Solvay SA

Auteur : Baptiste DUBOIS
Promoteur : Philippe GREGOIRE
Année académique 2025-2026
Travail de fin d'études (TFE) en vue d'obtenir le titre de
Master en Sciences de Gestion
Horaire de jour

DECLARATION

STATEMENTS ON THE USE OF GENERATIVE AI

Statements on responsible use of generative AI	Your answer
The content of my master's thesis is my original output, even if I used generative AI to help prepare it.	☒ Yes ☐ No
I master the theories, tools and methods that I use for the thesis.	☒ Yes ☐ No
I verified that the output presented in the thesis is accurate and valid, and that it contains no hallucination, no false reference, etc.	☒ Yes ☐ No
I acknowledge that I master the final output and that I am able to explain it and answer questions about it.	☒ Yes ☐ No
I made sure not to provide generative AI tools with access to confidential data or information	☒ Yes ☐ No

SIGNATURE

Author last name, first name(s)	Date	Signature
Dubois Baptiste	21/05/26	

RESUME

L'objectif de ce travail de fin d'études est de déterminer la valeur intrinsèque de l'action Solvay, entreprise belge fondée il y a plus de 160 ans, dont le secteur d'activité est la chimie essentielle. Cet exercice s'inscrit dans un contexte particulièrement complexe pour deux raisons : d'abord, la scission intervenue fin décembre 2023, lors de laquelle Solvay s'est séparée de ses activités de chimie de spécialité pour créer Syensqo. D'autre part, l'environnement géopolitique particulièrement instable lié aux conflits en Ukraine et au Moyen-Orient.

Notre démarche repose sur une analyse fondamentale articulée en trois parties. Premièrement, l'analyse stratégique, qui nous a permis d'établir les forces, faiblesses, opportunités et menaces de l'entreprise. Ensuite, l'analyse financière des résultats du groupe sur la période 2022–2025, qui nous a permis de cerner les variables critiques propres à Solvay. Sur base de ces éléments, nous avons effectué la projection des cash-flows et la valorisation de l'action selon la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF) via le modèle de croissance à l'infini (TGR) et le modèle des multiples de sortie (Exit Multiple), ainsi que la méthode des comparables (EV/EBITDA et EV/EBIT).

Enfin, trois scénarios ont été développés afin d'intégrer les incertitudes futures. Sur base de notre scénario central, un prix cible a été déterminé et une recommandation d'investissement a été formulée.

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier toutes les personnes qui ont, de près ou de loin, contribué à l'élaboration de ce travail de fin d'études, en particulier mon promoteur M. Philippe Grégoire pour son aide et ses précieux conseils.

Table des matières

Introduction	1
Revue de littérature	2
Analyse stratégique de Solvay	4
A. Présentation de la société	4
1) Profil.....	4
2) Historique	4
3) Portefeuille d'activités et segments opérationnels	5
B. Analyse externe : environnement sectoriel et concurrentiel	6
1) Dynamique du secteur de la chimie de base.....	6
2) Les grands risques sectoriels (matérialité financière)	8
3) Positionnement concurrentiel	9
C. Analyse interne : stratégie, gouvernance et durabilité	10
1) Vision et stratégie de l'équipe dirigeante	10
2) Gouvernance et actionnariat	11
3) Analyse extra-financière	12
D. Synthèse SWOT	14
Analyse financière.....	16
A. Analyse du compte de résultat	16
1) Chiffre d'affaires net sous-jacent	16
2) EBITDA & Marge d'EBITDA sous-jacents.....	17
3) EBIT sous-jacent	19
4) Eléments non récurrents – IFRS.....	19
5) Marge brute et Résultat net – IFRS	19
B. Analyse du bilan.....	20
C. Analyse des Cash-Flows	21
1) Flux de trésorerie opérationnel.....	21
2) Flux de trésorerie d'investissement.....	22
3) Flux de trésorerie de financement	22
4) Free Cash-Flow	23
5) Dividendes.....	23
D. Variables critiques	23
1) L'évolution des volumes de vente	23

2) Prix de vente des productions chimiques de Solvay	24
3) Coûts de l'énergie.....	24
4) Coûts des matières premières	24
5) Les investissements industriels (CapEx).....	25
6) Les contraintes réglementaires et environnementales	25
Projection et valorisation de l'entreprise.....	25
A. Projections financières (2026-2028)	25
1) Revenus	26
2) Structure de coûts	26
3) Taux d'imposition.....	27
4) Dépenses en capital (CAPEX)	28
5) Amortissements et dépréciations (D&A)	28
6) Besoin en fonds de roulement (BFR).....	28
B. Valorisation par les flux de trésorerie actualisés (DCF).....	29
1) Coût moyen pondéré du capital (WACC)	29
2) Free Cash-Flows actualisés	31
3) Valeur terminale (Terminal Value)	31
4) Valeur des fonds propres (Equity value) et prix de l'action (Share price)	32
C. Valorisation par les multiples	33
1) Multiple EV/EBITDA	33
2) Multiple EV/EBIT	34
D. Stock Reputation	34
1) Comportement de l'action (20 pts)	34
2) Qualité de l'actionnariat (20 pts)	34
3) Gouvernance et création de valeur (20 pts).....	35
4) Impact Social et Environnemental (20 pts)	35
5) Communication et Cohérence (20 pts).....	36
E. Recommandation.....	37
F. Scénarios alternatifs	37
1) Scénario optimiste	38
2) Scénario pessimiste	38
Conclusion.....	40
Bibliographie	41

Annexes	46
---------------	----

LISTE DES FIGURES

Figure 1 : Portefeuille des activités principales de Solvay et principaux marchés finaux - Source : Rapport annuel de Solvay, 2025.....	6
Figure 2 : Evolution du secteur de la chimie dans les principales régions du monde (Chine, USA, UE) de début 2021 à fin 2024 - Source : Essenscia, 2025	8
Figure 3 : CA net, EBITDA & Marge d'EBITDA sous-jacents - Source : Rapport annuel de Solvay, 2025	18
Figure 4 : Evolution des flux de trésorerie - Source : Rapport annuel de Solvay, 2025	22

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Projections des Free Cash-Flows – Source : Baptiste Dubois.....	29
Tableau 2 : Actualisation des Free Cash-Flows – Source : Baptiste Dubois.....	31
Tableau 3 : Valeur terminale obtenue avec la méthode TGR – Source : Baptiste Dubois	31
Tableau 4 : Valeur terminale obtenue avec la méthode du multiple de sortie – Source : Baptiste Dubois	32
Tableau 5 : Calcul du prix de l'action – TGR (en millions sauf prix de l'action) – Source : Baptiste Dubois	32
Tableau 6 : Calcul du prix de l'action – Exit Multiple (en millions sauf prix de l'action) – Source : Baptiste Dubois	32
Tableau 7 : Résultat de la valorisation par le multiple EV/EBITDA (en millions sauf prix de l'action) – Source : Baptiste Dubois	33
Tableau 8 : Résultat de la valorisation par le multiple EV/EBIT (en millions sauf prix de l'action) – Source : Baptiste Dubois	34
Tableau 9 : Récapitulatif des scores de Stock Reputation – Source : Baptiste Dubois.....	36
Tableau 10 : Résultat pondéré des valorisations de l'action Solvay – Source : Baptiste Dubois	37
Tableau 11 : Résultat pondéré des valorisations de Solvay (scénario optimiste) – Source : Baptiste Dubois	38

Tableau 12 : Résultat pondéré des valorisations de Solvay (scénario pessimiste) – Source : Baptiste Dubois	39
---	-----------

LISTE DES ANNEXES

Annexe 1 : Calcul du ROE (Return on Equity).....	46
Annexe 2 : WACC	46
Annexe 3 : EV/EBITDA : Multiples et médianes annuels.....	47
Annexe 4 : EV/EBIT : Multiples et médianes annuels	47
Annexe 5 : Projections des Free Cash-Flows – Scénario Optimiste	48
Annexe 6 : Valorisation DCF et calcul du prix par action – Scénario Optimiste.....	48
Annexe 7 : Projections des Free Cash-Flows – Scénario Pessimiste	49
Annexe 8 : Valorisation DCF et calcul du prix par action – Scénario Pessimiste.....	49

Introduction

Dans un environnement de marché caractérisé par des facteurs extérieurs très changeants, l'analyse fondamentale constitue l'outil essentiel pour déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise cotée. C'est une méthode qui se base sur l'analyse de la stratégie, des états financiers et des perspectives du secteur. En plus de ces éléments factuels, la valorisation contient un certain degré de subjectivité afin de convertir des scénarios hypothétiques en convictions d'investissement.

Pour ce travail, notre choix s'est porté sur une entreprise belge, vieille de 160 ans, Solvay SA. Celle-ci a en effet récemment fait l'objet d'une scission très importante ayant radicalement transformé son profil. Recentrée depuis fin 2023 sur la chimie de base, le « nouveau » Solvay doit relever de nombreux défis dans un secteur très cyclique, caractérisé par une forte concurrence et sévèrement affecté par les conflits actuels en Ukraine et au Moyen-Orient.

L'objectif de ce travail est d'évaluer si l'action Solvay SA est sous ou surévaluée par le marché afin d'émettre une recommandation finale d'achat, de conservation ou de vente du titre.

Pour ce faire, nous avons procédé à diverses évaluations : l'analyse stratégique et financière ainsi que la valorisation sur base de la méthode DCF et celle des multiples. Afin de prendre en compte les incertitudes liées au contexte futur, après l'évaluation d'un premier scénario de base, deux autres, un optimiste et un pessimiste, ont été élaborés.

Pour cette étude, divers outils nous ont servi, comme les rapports annuels de Solvay ou les concepts de référence d'Aswath Damodaran.

Comme les marchés financiers sont en constante évolution, certaines informations sont susceptibles d'influencer fortement les projections que nous avons établies dans ce travail. Le prix que nous avons déterminé est donc bien un prix « à la date du jour », qui tient compte des informations disponibles à la date d'écriture.

Revue de littérature

Dans l'univers de la finance, la valorisation d'un actif est essentielle afin d'estimer sa valeur économique et répondre à des besoins stratégiques, juridiques ou fiscaux très variés. En matière de gestion stratégique, elle représente un outil de prédilection capable de mesurer la valeur intrinsèque d'une action qui peut différer de son prix de marché. En effet, malgré la théorie de l'efficience des marchés, le prix du marché ne reflète pas toujours parfaitement la valeur réelle d'une action (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe, 2015).

La rentabilité d'une entreprise ne se réduit pas à la simple application d'une formule mathématique. Elle nécessite une compréhension approfondie de l'entreprise, de son industrie et de son environnement macroéconomique. Bien qu'essentielle, l'analyse financière doit donc être complétée par une analyse stratégique. Pour Pinto, Henry, Robinson et Stowe, la valorisation est « l'estimation de la valeur d'un actif basée sur des variables perçues comme liées aux rendements futurs des investissements, sur des comparaisons avec des actifs similaires ou, éventuellement, sur la base d'estimations du produit immédiat de la liquidation. » (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe, 2015).

Les auteurs articulent leur analyse autour d'un processus rigoureux en cinq étapes : il est premièrement essentiel de bien cerner l'entreprise dans son ensemble, avec une analyse tant externe qu'interne de son environnement, de manière qualitative et quantitative ; deuxièmement, fort de ces éléments, on peut émettre des prévisions sur les résultats financiers futurs. Troisièmement, avec ces différentes caractéristiques de la société, il s'agit de choisir le modèle de valorisation approprié pour quatrièmement convertir les prévisions financières en une valorisation précise afin d'aboutir, cinquièmement, à l'émission d'une recommandation d'investissement à l'achat ou à la vente.

Parmi les différents modèles de valorisation existants, deux catégories dominent : l'évaluation par les flux de trésorerie actualisés (DCF) et l'évaluation relative (méthode des comparables).

La méthode des flux de trésorerie actualisés repose sur le principe que la valeur d'une entreprise correspond à la valeur actuelle de ses flux de trésorerie futurs (Damodaran, 2012). Basée sur des données intrinsèques à l'entreprise, cette méthode repose sur trois étapes clés : la projection des flux de trésorerie, la sélection d'un taux d'actualisation reflétant le niveau de risque et l'estimation de la valeur terminale.

L'évaluation relative compare une entreprise à ses concurrents par le biais de multiples financiers tels que $EV/EBITDA$, $EV/EBIT$, Contrairement à la précédente, cette méthode ne vise pas à définir la valeur intrinsèque de l'entreprise, mais à apprécier sa valorisation par rapport à celle d'acteurs comparables. Cette approche est donc basée sur le postulat que le marché valorise les entreprises d'un même secteur de manière globalement cohérente. (Damodaran, 2012).

Qu'elle utilise la méthode des flux de trésorerie actualisés ou celle des comparables, toute démarche de valorisation a donc pour objectif final de réussir à déceler les actifs sous ou surévalués par le marché afin de tirer profit des anomalies avant que le marché ne s'ajuste.

Analyse stratégique de Solvay

A. Présentation de la société

1) Profil

Solvay est une société anonyme de droit belge spécialisée dans la production de chimie essentielle, c'est-à-dire qui répond aux besoins fondamentaux de la société (Solvay, 2023).

Créée en 1863 par Ernest et Alfred Solvay, l'entreprise est présente dans 41 pays et compte environ 9000 employés. Son siège social se situe à Bruxelles (Solvay, 2025).

Avec un chiffre d'affaires net de 4,26 milliards d'euros en 2025, Solvay SA est cotée en bourse sur Euronext Brussels et Paris (sous le symbole SOLB), et fait partie du BEL20 (indice boursier regroupant les 20 plus grandes entreprises cotées à la bourse de Bruxelles) (Solvay publie son rapport annuel intégré 2024, 2025).

2) Historique

a) Genèse, fondation et développement de l'entreprise Solvay

1860 : découverte par Ernest Solvay, jeune chimiste belge de 22 ans, d'un moyen de produire industriellement de la soude (Ernest Solvay, s.d.).

1861 : dépôt du brevet de fabrication industrielle du carbonate de soude (Solvay, Ernest, s.d.).

1863 : fondation avec son frère Alfred de la société Solvay et Cie (Solvay, Ernest, s.d.).

1865 : ouverture à Couillet de la première usine de fabrication de carbonate de soude en continu (Solvay, Ernest, s.d.).

A partir de 1870 : expansion européenne puis mondiale de soudières implantées à proximité de gisements de sel (Deelstra & Mahieu, 2014).

b) Complexification

A la fin du XXème siècle : Diversification avec des polymères spéciaux, des produits agrochimiques et des matériaux avancés (Solvay SA: Histoire, propriété, mission, comment cela fonctionne & fait de l'argent, 2025).

2009 : Solvay devient un géant mondial dans le secteur de la chimie grâce à l'absorption du groupe français Rhodia (La Libre Belgique, 2011).

c) Renaissance

Décembre 2023 : le groupe Solvay décide de se séparer de ses activités de chimie de spécialité en les transférant dans une entité baptisée Syensqo, directement cotée en bourse. Alors que cette nouvelle société opère dans le secteur des batteries, des matériaux renouvelables et des biotechnologies, Solvay revient à son ADN historique : les produits chimiques de base, avec la soude rentable et résiliente (Solvay, 2023).

Avec cette opération, Solvay ancre sa position de leader mondial dans le secteur de la chimie de base. Ce changement stratégique vise à augmenter sa capacité à dégager des marges plus importantes, à générer de la trésorerie et des rendements attractifs. Le but de cette scission est également de provoquer une diminution des coûts grâce à la simplification, la standardisation et la transformation digitale (Solvay, 2024).

Ce TFE portera sur la société historique Solvay et non la nouvelle entité Syensqo.

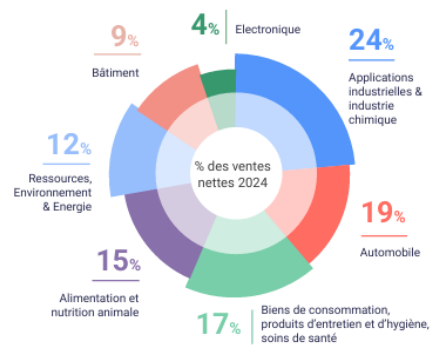
3) Portefeuille d'activités et segments opérationnels

Spécialiste mondial de la chimie essentielle, la société Solvay a pour domaines d'activités l'agro-alimentaire, l'automobile, la construction, les biens de consommation et les soins de santé. Ce portefeuille d'activités est exploité à travers cinq segments opérationnels distincts : « **Soda Ash and Derivatives** », centré sur la production de sodium et ses dérivés comme le verre ou le dentifrice ; « **Peroxides** », qui fabrique les peroxydes pour les applications industrielles comme le blanchiment du papier ou la désinfection de la peau ; « **Silica** », qui produit de la silice qui sert entre autres à la fabrication de pneus et de granulés pour l'alimentation animale ; « **Special Chem** », qui développe des produits chimiques spéciaux pour secteurs variés, et « **Coatis** », qui produit des solutions pour les revêtements et adhésifs (Solvay : Activité, capital, dirigeants, s.d.) (Solvay, 2025) (Solvay publie son rapport annuel intégré 2024, 2025).

Portefeuille concentré d'activités leaders



Essentiel pour des marchés finaux variés



SOLVAY

Figure 1 : Portefeuille des activités principales de Solvay et principaux marchés finaux - Source : Rapport annuel de Solvay, 2025

B. Analyse externe : environnement sectoriel et concurrentiel

1) Dynamique du secteur de la chimie de base

a) Mise en situation

Plus de 70% du volume de production chimique mondiale est constitué de produits chimiques de base, avec une production annuelle dépassant 2 milliards de tonnes métriques. Environ 60% de la demande provient d'applications industrielles, tandis que 40% sont liés aux produits de consommation (Business Research Insights, 2026).

Très gourmand en investissements, le secteur de la chimie de base est dominé par des mastodontes tels que ExxonMobil, TotalEnergies, Ineos et des groupes spécialisés comme Solvay, Kem One et Arkema. Grâce à leur gros volume de production à faible valeur ajoutée unitaire, ces géants du secteur jouent un rôle majeur dans les chaînes de valeur industrielles. Face à leur capacité à investir massivement dans le développement, le marketing et l'innovation, il n'est pas facile pour les petites entreprises de survivre (Xerfi, 2024). En résumé, l'industrie chimique se caractérise par une concurrence acharnée et une stabilisation constante du marché.

b) Contexte et perspectives mondiaux

Début 2025, l'industrie chimique mondiale table sur une reprise progressive, avec une prévision de croissance de 3,5%. Pourtant, les mois passant, le secteur entre dans un long cycle à la baisse. Au lieu de la stabilité annoncée, 2025 entame une période d'incertitude et de volatilité causées par deux facteurs clés : une croissance économique affaiblie et des tensions géopolitiques et commerciales. Malgré la résilience face aux chocs pandémiques et à l'inflation, le secteur fait désormais face à une surcapacité, à une demande faible et à une incertitude mondiale (Deloitte, 2025).

c) Aperçu du secteur par pays

Les **Etats-Unis** représentent 22% des parts du secteur, qui y est en constante augmentation. Avec une production annuelle de plus de 500 millions de tonnes en produits chimiques de base (Business Research Insights, 2026), le secteur devrait connaître une croissance de 2,7% en 2026 grâce aux ressources naturelles présentes dans le sol américain et à la baisse consécutive des matières premières. Ces deux éléments constituent un avantage majeur du secteur chimique américain sur ses concurrents européen et asiatique. Quant au surcoût de 10% des droits de douanes en provenance de Chine, il devrait dans un premier temps stimuler la production américaine de produits chimiques, pour ensuite contribuer à faire baisser celle-ci (Atradius, 2025). Malgré la guerre actuelle au Moyen-Orient, ils semblent tirer leur épingle du jeu, grâce à leur gaz de schiste et leur gaz naturel liquéfié (Burghelle-Vernet, 2026).

L'Asie-Pacifique représente 48% des parts du secteur (Burghelle-Vernet, 2026).

En Chine, la production chimique connaît un ralentissement de sa croissance dû à une baisse de consommation des ménages et une diminution de l'activité de production. Avec ses prix super compétitifs, la production chimique chinoise reste bien sûr ultra compétitive, mais les excédents de production affectent négativement les marges du secteur (Atradius, 2025).

En Inde, la production chimique devrait augmenter de 10,9% en 2026 car elle est boostée par la forte demande intérieure (Atradius, 2025).

Au Japon, à cause de leurs collègues chinois et américains, qui produisent pour moins cher, le secteur des produits chimiques de base subit une forte pression concurrentielle. De nombreuses entreprises chimiques japonaises se voient contraintes de fermer des usines à cause de l'offre excédentaire permanente des Chinois (Atradius, 2025).

En Europe, qui représente 20% des parts du secteur (Business Research Insights, 2026), la production chimique devrait croître de 2,6% en 2026 grâce à une petite reprise de la consommation des ménages et de la production industrielle. Malgré une baisse constante des prix de l'énergie depuis 2023, les producteurs européens de produits chimiques demeurent inquiets quant à l'avenir à cause des prix du gaz, qui minent leur compétitivité future face à leurs concurrents américains et asiatiques (Atradius, 2025). Tout comme les pays asiatiques précités, l'Europe trinquait suite au blocage du Détroit d'Ormuz. Toute perturbation du détroit se traduit en effet pour ces grandes régions importatrices d'hydrocarbures par un impact direct sur leurs coûts industriels et leur inflation (Burghelle-Vernet, 2026).

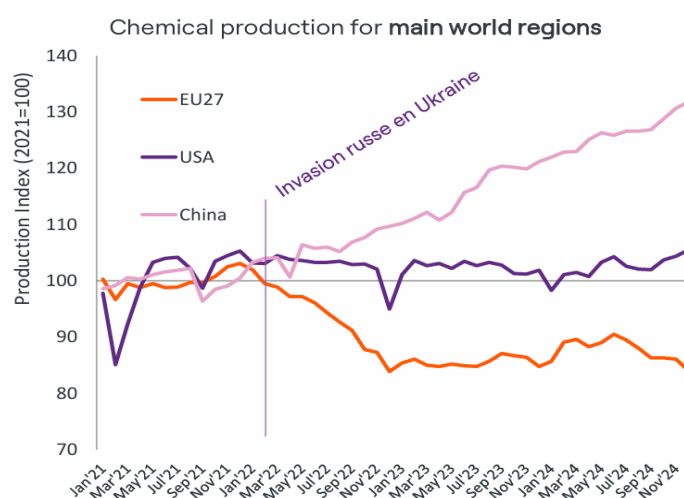


Figure 2 : Evolution du secteur de la chimie dans les principales régions du monde (Chine, USA, UE) de début 2021 à fin 2024 - Source : Essenscia, 2025

Le **Moyen-Orient** et l'**Afrique** représentent environ 10% des parts du secteur (Burghelle-Vernet, 2026).

2) Les grands risques sectoriels (matérialité financière)

Avec une politique américaine de plus en plus protectionniste, un conflit incontrôlable au Moyen-Orient et une volonté de la Chine de répandre tous azimuts ses surcapacités de production, l'industrie chimique européenne est soumise à rude épreuve. Depuis le début de la guerre en Ukraine début 2022, le prix du gaz a explosé par rapport à son équivalent américain (Rédaction L'Express, 2025). Le gaz est pourtant essentiel pour les entreprises chimiques, qui l'utilisent et comme matière première, et comme source d'énergie. Les prix des quotas de CO₂ ne font quant à eux qu'augmenter cet écart. En effet, déterminée à atteindre la neutralité climatique en 2050, l'Union européenne a mis au point un système d'échange de quotas

d'émissions de gaz à effet de serre. Le but est de fixer un prix du carbone suffisamment haut afin de forcer les plus grosses entreprises à en émettre moins. Cela constitue une difficulté supplémentaire pour les entreprises européennes afin de rester compétitives face à leurs concurrents étrangers (Olivier, 2024). Et depuis le début de la guerre en Iran le 28 février 2026 et le blocage du Détroit d'Ormuz, le prix du pétrole s'est lui aussi envolé.

3) Positionnement concurrentiel

Dans ce contexte de pression permanente, Solvay dispose d'atouts majeurs pour se positionner avantageusement. Il s'agit tout d'abord de son **leadership de marché** ; en effet, Solvay est leader mondial dans ses 5 technologies clés et bénéficie ainsi d'économies d'échelle substantielles (Solvay, 2025).

Autre fondamental chez Solvay : **la maîtrise des coûts**. Pour défendre sa position dominante, Solvay dispose d'une intégration verticale, c'est-à-dire qu'elle contrôle les étapes successives de sa chaîne de production. Elle bénéficie en outre de technologies propriétaires, non accessibles aux concurrents, et d'une culture d'excellence opérationnelle, fondée sur plus de 160 ans d'expérience industrielle. L'ensemble de ces éléments participent à la réduction du coût unitaire (Solvay, 2025).

Pour se différencier des autres opérateurs du secteur, soit acteurs de commodités purs (qu'on pourrait qualifier de produits bas de gamme), soit acteurs de spécialités pures (l'équivalent en produits de luxe), Solvay s'est créé une niche de **positionnement hybride** entre ces deux univers : la chimie essentielle. Elle en tire donc les avantages, avec des volumes importants et une résilience des prix grâce à la qualité et fiabilité de sa production (Solvay, 2025).

Contrairement à des concurrents qui exportent massivement depuis un seul ancrage géographique, Solvay produit là où il vend. Cette **proximité géographique** a pour avantages de réduire les coûts logistiques et les risques de transport. Cela rassure en outre les clients sur les éventuelles ruptures dans la chaîne d'approvisionnement (Solvay, 2025).

C. Analyse interne : stratégie, gouvernance et durabilité

1) Vision et stratégie de l'équipe dirigeante

La vision du groupe Solvay est illustrée par cette déclaration institutionnelle figurant dans le Rapport Annuel Intégré 2025 ; c'est la raison d'être de l'entreprise : « *Nous sommes la chimie essentielle, qui rend le progrès possible pour les générations futures* » (Solvay, 2026).

Dans ce contexte de pression permanente sur les marges et d'attentes accrues des marchés, Solvay envisage une stratégie objective adaptée afin de continuer à produire des molécules de manière compétitive et durable, tout en maintenant la position dominante qu'elle occupe depuis 163 ans (Kehren, 2024).

En pratique, la stratégie de l'entreprise s'appuie sur **cinq** leviers principaux. Nous avons décrit plus haut les quatre premiers : le **leadership de marché**, la **maîtrise des coûts**, le **positionnement hybride** et la **proximité géographique** de ses sites de production. Ces atouts, la société Solvay compte bien les consolider et les développer dans le futur en faisant évoluer ses processus de production et en optimisant ses infrastructures. (Un sacré challenge puisqu'en guise d'ajustement défensif, l'entreprise compte opérer 1,35 milliard d'euros d'économie d'ici 2028, tout en augmentant sa capacité de production pour garantir sa souveraineté et sa puissance industrielle) (Solvay : Assemblée Générale 2025, le dessous des cartes, 2025).

Le cinquième levier de la stratégie Solvay est **la durabilité** que l'entreprise intègre désormais comme priorité stratégique. Grâce à sa nouvelle feuille de route adoptée en 2024, et baptisée : « For Generations », Solvay vise à accélérer sa transition énergétique grâce à deux orientations clés baptisées « Planet Progress » et « Better Life » (Solvay, 2025).

Par cette première orientation durable, qui concerne la défense du climat et la nature, l'entreprise prévoit entre autres de sortir du charbon à l'horizon 2030, pour le remplacer par des énergies primaires propres, compétitives et proches des lieux de consommation. En outre, Solvay a récemment mis au point un nouveau procédé de fabrication intitulé « e.Solvay », qui consomme moins de ressources en énergie et en eau et qui émet moins de solides dans les effluents (Solvay : Assemblée Générale 2025, le dessous des cartes, 2025).

Par la seconde orientation durable, qui concerne le bien-être des collaborateurs et des communautés, la société veut continuer à améliorer les questions de sécurité, de diversité, d'équité et d'inclusion au sein de son personnel (Solvay : Rapport Annuel Intégré 2024, 2025).

2) Gouvernance et actionnariat

À la suite de la scission survenue fin 2023, la gouvernance de Solvay a été modifiée pour mieux répondre à son nouveau périmètre, tout en gardant l'influence de l'actionnariat de la famille Solvay.

a) Structure de l'actionnariat

Au 31 décembre 2025, le capital social de Solvay s'élevait à 236.583.447,18€, représenté par 105.876.416 actions ordinaires, chacune possédant des droits identiques (Solvay, 2026).

L'actionnariat de Solvay est structuré de la manière suivante : Solvac SA est l'actionnaire de référence et détient 30,81% des droits de vote. Solvac est une holding cotée sur Euronext Bruxelles, possédée à 77% par des membres de la famille qui a fondé Solvay et Solvac. Ensuite, il y a DME Advisors qui possède 5,21% des droits de vote (Solvay, 2026).

Ces actionnaires sont identifiés grâce aux déclarations de transparence requises par la législation belge et/ou conformément aux statuts de Solvay en cas de participation supérieure à 3% (Solvay, 2025).

Pour renforcer l'implication et le sentiment d'appartenance de ses employés, Solvay a mis en place un plan d'actionnariat pour son personnel. En 2022, le premier plan a réuni 6.105 salariés actionnaires. Après la scission de 2023, le second plan a rassemblé 1.907 employés, qui ont reçu des actions gratuites ou équivalentes (Solvay, 2025).

En ce qui concerne la relation de Solvay avec ses actionnaires, l'entreprise cultive un échange régulier et transparent avec les investisseurs et analystes grâce à son équipe « Relations Investisseurs », ainsi qu'à l'implication du CEO et du CFO. Le groupe leur fournit tout au long de l'année des informations fiables sur ses activités, sa stratégie et ses résultats, notamment par le biais de rapports ou de communiqués (Solvay, 2025).

b) Conseil d'administration

Le conseil d'administration de Solvay constitue l'organe de décision principal et est composé de 10 membres dont M. Pierre Gurdjian (Président et Administrateur indépendant) et Mme Aude Thibaut de Maisières (Vice-Présidente). Le mandat de chacun des membres du conseil d'administration est de 4 ans (Solvay, 2025).

Le conseil d'administration réunit un large éventail de compétences et d'expériences couvrant notamment l'industrie, les marchés internationaux, les ressources humaines, ... (Solvay, 2025)

c) L'Executive Leadership Team (ELT)

Après la scission, le conseil d'administration a nommé 5 membres dans l'Executive Leadership Team chargée de la gestion journalière. Son CEO est Philippe Kehren, un ingénieur français quinquagénaire doté d'une solide expérience en génie chimique. Son mandat prend fin en 2027. En 2025, sa rémunération totale s'élève à 2.6 millions d'euros répartis comme suit : montant fixe annuel de 846.450€, montant variable à court terme de 804.128€ et montant variable à long terme de 973.418€. La rémunération variable de l'équipe dirigeante est composée à 65% des performances financières, à 15% des performances en matière de durabilité et à 20% des performances individuelles (Solvay, 2026).

L'ELT sert notamment à analyser régulièrement la stratégie, les finances, la durabilité, l'innovation et les autres sujets spécifiques de l'entreprise (Solvay, 2025).

3) Analyse extra-financière

a) Nouvelle législation européenne

L'exercice financier 2024 marque la première application de la directive CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) et des normes ESRS (European Sustainability Reporting Standards) pour de nombreuses entreprises, dont Solvay, les obligeant à publier des informations en matière de durabilité (Commission européenne, s.d.).

Ce reporting repose sur une analyse de **double matérialité** : la **matérialité financière**, qui évalue l'influence à long terme des enjeux de durabilité sur les performances financières de l'entreprise, et la **matérialité d'impact**, qui analyse les effets des activités de l'entreprise sur le climat, l'environnement ainsi que sur la société dans son ensemble (Double matérialité : l'analyse des impacts, risques et opportunités, 2024).

Afin de garantir la fiabilité des états de durabilité de Solvay, ceux-ci ont fait l'objet d'une vérification externe par le commissaire aux comptes EY Réviseurs d'Entreprises SRL (Solvay, 2025).

b) Plan de transition

Le plan de transition climatique de Solvay est explicitement documenté dans son Rapport Annuel Intégré 2024. Il s'appuie sur une feuille de route de durabilité, appelée « For Generations », alignée avec la stratégie du groupe ainsi qu'avec son ambition visant la neutralité carbone à l'horizon 2050 (Solvay, 2025). Celle-ci s'articule autour de deux axes principaux : la

réduction des émissions des Scopes 1 et 2 (émissions directes et indirectes de l'entreprise) ainsi que celle du Scope 3 (émissions tout au long de la chaîne de valeur) (McClymont, 2021).

Pour ce faire, les leviers suivants ont été mis en place : la **transition énergétique**, avec la sortie progressive du charbon thermique et son élimination d'ici 2030, ainsi que le remplacement des combustibles fossiles par des énergies renouvelables ; l'**efficacité énergétique**, visant à réduire la consommation d'énergie ; et enfin l'**innovation de procédés**, destinée à diminuer les émissions des procédés chimiques, notamment grâce à leur électrification (Solvay, 2025). Ce plan est appuyé par des engagements financiers concrets. En 2025, 26 millions d'euros de dépenses d'investissement ont été consacrés à la transition, et ce montant annuel devrait atteindre entre 25 et 35 millions d'euros jusqu'en 2030 (Solvay, 2026).

c) Politique de gestion des risques (atténuation et transition)

Dans le cadre de la CSRD, Solvay organise sa gestion des risques extra-financiers sur la base du principe de double matérialité. Celle-ci distingue les **risques de transition**, pour lesquels l'entreprise utilise un outil appelé SPM (Sustainable Portfolio Management) afin d'évaluer la résilience de son portefeuille de produits face à la transition vers une économie bas carbone, et les **risques physiques** (inondations, sécheresses) qui sont analysés avec l'assureur FM Insurance dans l'objectif d'anticipation et d'adaptation. Cette politique vise à sécuriser les actifs et à adapter le portefeuille de produits en mettant en œuvre un plan d'atténuation solide en vue d'atteindre la neutralité carbone à l'horizon 2050 (Solvay, 2025).

d) Trajectoire de réduction des émissions

Après la scission de 2023, Solvay a redéfini sa trajectoire de réduction des émissions en prenant 2021 comme année de référence.

L'entreprise vise une réduction de 30% des émissions provenant des Scope 1 et 2 d'ici 2030, avec pour objectif la neutralité carbone en 2050, et une réduction de 20% des émissions Scope 3 sur la même période (Solvay, 2025).

Les progrès déjà réalisés sont encourageants, les émissions Scope 1 et 2 ont déjà été réduites de 17% (soit -1,5 Mt CO₂eq) et les émissions Scope 3 de 4% (soit -0,62 Mt CO₂eq), ce qui rend les objectifs fixés crédibles au regard des performances observées depuis 2021 (Solvay, 2025).

e) *Crédibilité de démarche*

Cette démarche semble tout à fait crédible car les objectifs 2030 présentés dans le rapport sont plus ambitieux que ceux validés en mars 2023, ce qui prouve une détermination sans faille. Certaines actions concrètes en attestent déjà comme le renoncement à l'utilisation du charbon en 2024 par deux sites de production majeurs situés aux Etats-Unis ou en Allemagne. L'engagement de l'entreprise en matière de durabilité est renforcé par son intégration dans la rémunération des dirigeants, laquelle dépend partiellement de l'atteinte des objectifs de réduction des émissions de CO2 et de durabilité (Solvay, 2025).

Cependant, même si elle vise la neutralité carbone d'ici 2050, la société Solvay reconnaît dans son rapport que ce n'est pas encore suffisant pour respecter pleinement l'Accord de Paris visant à limiter le réchauffement climatique à 1,5 °C (Solvay, 2025).

D. Synthèse SWOT

Pôle Interne :

FORCES (Strengths)

- **Leadership de marché et maîtrise des coûts** : Grâce à sa position dominante dans la plupart de ses activités, Solvay résiste plus facilement aux différents cycles économiques.
- **Bonne image de marque grâce à l'ancrage historique** : Solvay dispose d'une solide réputation en matière d'excellence industrielle, et d'une image d'entreprise sérieuse.
- **Diversification géographique** : Avec sa présence équilibrée dans le monde, Solvay peut réduire ses coûts logistiques et les risques de transport.
- **Maîtrise technologique et innovation de procédés** : Solvay bénéficie d'un portefeuille de technologies exclusives issues de sa propre recherche.
- **Actionnariat de référence stable** : Actionnaire de référence lié à la famille Solvay, Solvac (30,81% des droits de vote) contribue à la stabilité du groupe et soutient une stratégie inscrite dans le long terme.

FAIBLESSES (Weaknesses)

- **Dépendance aux combustibles fossiles** : Une part conséquente de la production de l'entreprise dépend encore d'énergies fossiles comme le charbon.
- **Dépendance aux matières premières** : Les procédés chimiques nécessitent des matières premières qui sont dépendantes des tensions géopolitiques et sujettes à une grande volatilité.
- **Mauvaise image de marque associée à la pollution** : Solvay souffre encore d'une image médiatique mitigée à cause de plusieurs faits récents de pollution aux PFAS (Morimont, Hevia, & Dupont, 2022).

Pôle Externe :

OPPORTUNITÉS (Opportunities)

- **Durcissement des normes environnementales** : Capable de proposer des technologies propres et des procédés industriels déjà avancés, Solvay peut convertir les obligations légales en opportunités compétitives.
- **Développement des marchés émergents** : Le boum industriel en cours dans plusieurs régions du monde crée un besoin constant et pérenne pour des matériaux, polymères et solutions chimiques avancées, cœur de métier de Solvay.

MENACES (Threats)

- **Instabilité géopolitique** : Les différents conflits mondiaux constituent une menace sur les chaînes d'approvisionnement et sur les coûts de transport.
- **Risques climatiques physiques** : Certains sites de production de Solvay risquent d'être frappés par des inondations ou la sécheresse d'ici 2030.
- **Durcissement des normes environnementales** : Les règles environnementales plus strictes peuvent mettre en péril la conformité de la production et générer des coûts non négligeables.
- **Volatilité des prix de l'énergie** : Pour sa production énergivore, Solvay est constamment menacée par les variations des prix du gaz et de l'électricité.
- **Concurrence mondiale très intense** : Solvay fait face à une forte concurrence dans le secteur, où l'innovation, la qualité et la différenciation sont sujets à une pression constante.

Analyse financière

Dans cette partie, nous analyserons les performances économiques du « nouveau » Solvay, recentré sur la chimie essentielle, sur la période 2022-2025. Compte tenu de l'importante scission intervenue en décembre 2023, l'analyse reposera sur les données retraitées selon la norme IFRS 5 relative aux « Activités Poursuivies », ainsi que sur leurs éléments sous-jacents (éléments IFRS ajustés des éléments exceptionnels, permettant de refléter plus fidèlement une performance opérationnelle réelle et plus facilement comparables dans le temps (Solvay, 2026)), afin d'exclure les éléments exceptionnels. À défaut de chiffres sous-jacents disponibles, ce sont les données IFRS qui seront répertoriées. De plus, en ce qui concerne les variations annuelles, nous utiliserons exclusivement les pourcentages organiques afin de neutraliser les effets de périmètre et de change (sauf mention contraire). Seront examinés successivement le compte de résultat, le bilan et les flux de trésorerie, dans le but de comprendre la dynamique actuelle du groupe et d'évaluer si la scission a eu un impact positif ou négatif sur Solvay. Enfin, nous terminerons par les variables critiques, en combinant analyses financière et stratégique, et en développant plusieurs scénarios sur base des opportunités et risques identifiés.

A. Analyse du compte de résultat

1) Chiffre d'affaires net sous-jacent

En 2022, grâce à une belle hausse des prix et une demande soutenue (La Libre, 2023), le chiffre d'affaires net sous-jacent s'élève à 5,54 Md€. En 2023, il baisse à 4,88 Md€ principalement à cause d'une demande plus faible sur tous les marchés finaux de Solvay, alors que les prix ont légèrement augmenté sur la même période. En 2024, il est encore en recul de 4% avec 4,69 Md€, en raison cette fois de la baisse des prix, tandis que la demande a augmenté dans la majorité des activités. En 2025, le chiffre d'affaires net sous-jacent baisse encore de 6,5% pour atteindre 4,26 Md€. Les marchés d'exportation du carbonate de soude et de Coatis ont en effet été plus faibles en 2025, alors que les peroxydes et le bicarbonate ont progressé sur la même période.

Comme les activités de Solvay en matière de chimie essentielle sont très diversifiées, cette chute de 13% (non organique) du chiffre d'affaires net de 2023 à 2025 est ventilée différemment selon les activités de l'entreprise.

Concernant « Soda Ash & Derivatives », en 2023, le chiffre d'affaires diminue de 6,8%, en raison d'une baisse de la demande en carbonate de soude et bicarbonate. En 2024, le même secteur enregistre encore une diminution de 8,8%, due cette fois à une baisse des prix du carbonate de sodium, malgré une augmentation de la demande. Et en 2025, le CA net diminue une nouvelle fois de 9,1% à cause de conditions de marché difficiles combinées à une forte pression sur les prix.

Concernant « Peroxides », en 2023, les ventes reculent de 16,9%. Cela est essentiellement dû à une réduction de la demande. Par contre, en 2024, le chiffre d'affaires augmente de 3,4%, grâce à une légère remontée de cette même demande. En 2025, il croît modérément de 0,4% grâce à un volume stable sur les marchés marchands.

Concernant « Silica », en 2023, les ventes régressent de 6,8% en raison d'une baisse de la demande. En 2024, le CA recule encore de 6,5% à cause d'une baisse des prix, qui ne parvient pas à être compensée par le redressement de la demande. En 2025, les ventes chutent encore de 2,6% du fait cette fois d'une baisse de volumes dans le secteur des pneus.

Concernant « Coatis », en 2023, le CA chute de 29% en raison d'une baisse conjuguée de la demande et des prix. En 2024, il repart à la hausse de 4,1% grâce à une poussée de la demande. En 2025, le CA net baisse cette fois significativement de 19,9% à cause d'une réduction conjointe des volumes et des prix sur tous les marchés finaux.

Pour ce qui est « Special Chems », en 2023, le CA net recule de 11,1% en raison d'une nouvelle diminution de la demande sur les marchés finaux. En 2024, il baisse encore de 5,3% à cause d'un léger rétrécissement de la demande. Le CA net repart ensuite faiblement à la hausse de 0,6% en 2025. La légère baisse de la demande en dérivés fluorés est en effet compensée par des volumes plus élevés dans les terres rares.

2) EBITDA & Marge d'EBITDA sous-jacents

L'EBITDA est l'indicateur financier qui mesure la rentabilité financière du processus de production d'une entreprise (Sage, s.d.).

L'EBITDA sous-jacent en 2022 s'élève à 1,36 Md€, un chiffre record par rapport à 2021, tiré vers le haut par les prix et les volumes (Le Figaro Bourse, 2023). En 2023, il baisse à 1,25 Md€ à cause d'une chute des volumes compensée par l'effet prix net positif combiné à une diminution des coûts fixes. Ce recul est également en partie dû à la cession au groupe

pétrochimique russe Sibur de sa participation de 50% dans la joint-venture RusVinyl (Siemiatycki, 2024) (Trends-Tendances, 2023). En 2024, l'EBITDA sous-jacent diminue encore, atteignant 1,05 Md€, en raison de la baisse de l'effet net des prix, malgré une augmentation des volumes, et une diminution des coûts fixes due à une forte discipline de l'entreprise en matière de coûts. En effet, les initiatives de réduction des coûts structurels ont permis de dégager 110 millions d'économies en 2024, bien au-delà de l'objectif de 80 millions, grâce à l'accélération des initiatives sur les sites de production et dans les fonctions corporate (Boursier.com, 2025). En 2025, l'EBITDA sous-jacent de Solvay chute à 881 M€ à cause d'un recul des volumes dans le secteur du carbonate de soude.

La marge d'EBITDA sous-jacente s'élève à 24,5% en 2022 ; l'année suivante, elle atteint le niveau record de 25,5% malgré la baisse des ventes et en 2024, elle redescend légèrement à 22,5%. En 2025, elle baisse à 20,7%. (Ces pourcentages ne sont évidemment pas organiques.)

Même si 2023 a été marquée par des conditions difficiles telles que des tensions géopolitiques et l'affaiblissement des économies clés, impactant négativement la demande, Solvay a maintenu un EBITDA solide après des résultats records en 2022. Bien qu'évoluant dans un secteur très concurrentiel, cyclique et très sensible, Solvay réussit à maintenir une forte marge d'EBITDA grâce à sa politique d'économie des coûts et sa résilience. Malgré la baisse significative d'EBITDA en 2025, la marge d'EBITDA reste stable sur l'ensemble de l'année.

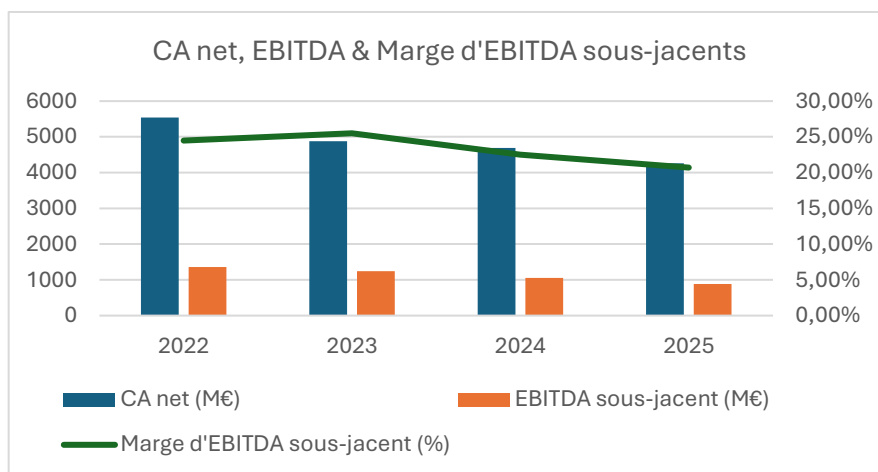


Figure 3 : CA net, EBITDA & Marge d'EBITDA sous-jacents - Source : Rapport annuel de Solvay, 2025

3) EBIT sous-jacent

L'EBIT est l'indicateur financier qui mesure la rentabilité financière du processus de production d'une entreprise, après amortissements et dépréciations (Sage, s.d.).

En 2022, l'EBIT sous-jacent est de 1,04 Md€. Ensuite en 2023, il diminue à 926 M€ et 732 M€ en 2024. En 2025, il chute encore pour atteindre 561 M€. Rien d'étonnant puisque l'EBIT suit la tendance de l'EBITDA. Cependant, les amortissements de la société Solvay sont stables, avec 321 M€ pour 2022 et 2023, et 320 M€ pour les deux années suivantes, ce qui indique une capacité industrielle optimisée.

4) Eléments non récurrents – IFRS

En raison de la scission historique intervenue avec Syensqo fin 2023, des provisions pour restructuration impactent lourdement les résultats de Solvay sur quatre années : 241 M€ en 2022, 285 M€ en 2023, 99 M€ en 2024 et 97 M€ en 2025. Ces provisions importantes sont essentiellement dues à la préparation et à la mise en œuvre de la scission.

5) Marge brute et Résultat net – IFRS

La marge brute est un bon indicateur de la rentabilité industrielle de l'entreprise ; elle est égale à la différence entre le chiffre d'affaires et le coût des ventes (Delemarle, 2026).

En 2022, la marge brute de l'entreprise Solvay est de 1,43 Md€ ; en 2023, elle s'élève à 1,38 Md€ ; en 2024, elle affiche 1,15 Md€ et en 2025, elle est de 1 Md€. Sur ces quatre années, elle suit une courbe décroissante mais reste solide.

Le résultat net de Solvay pour 2022 est de 890 M€, en 2023 de -37 M€ ; en 2024, il est de 223 M€ et en 2025, il chute drastiquement pour atteindre 30 M€. Le résultat net négatif de 2023 est notamment dû aux coûts de la scission et à un contexte de marché difficile. La bonne reprise du résultat net de l'année suivante démontre que l'entreprise repart sainement après le split. L'effondrement du résultat net de 2025 n'est pas un signe de mauvaise santé pour Solvay, mais résulte d'éléments exceptionnels dont des provisions pour restructuration, dépréciation, litiges et des provisions environnementales.

B. Analyse du bilan

L'analyse du bilan consolidé de l'entreprise Solvay évalue sa solidité financière.

Les **capitaux propres** (IFRS) en 2022 s'élèvent à 10,66 Md€. Ils diminuent drastiquement en 2023 à 1,31 Md€ en raison de la scission mais en 2024, ils remontent à 1,40 Md€. En 2025, ils redescendent légèrement à 1,08 Md€.

La **dette nette sous-jacente** s'élève en 2022 à 3,59 Md€ ; en 2023, elle chute à 1,49 Md€ en raison de la scission. En 2024, elle est de 1,54 Md€ et en 2025, elle s'élève à 1,60 Md€. La dette nette sous-jacente reste donc stable grâce à une gestion extrêmement rigoureuse de Solvay, malgré un contexte économique tendu.

Le **ratio de levier** ou **ratio dette nette/EBITDA** remonte en raison de la baisse de l'EBITDA : grâce à une réduction de la dette nette et des provisions, le levier financier atteint en 2022 un niveau historiquement bas (Zonebourse, 2023). Il s'élève en effet à 1,1x ; en 2023 1,2x ; en 2024 1,5x et en 2025 1,8x, signe d'une bonne santé financière de l'entreprise.

Le **ratio d'endettement** ou **Gearing** (dette nette/capitaux propres) passe de 0,34x en 2022 à 1,14x en 2023 puis 1,10x en 2024. En 2025, il passe à 1,48x. Cette hausse est due à la diminution drastique des capitaux propres liés au split de l'entreprise fin 2023.

Dans le rapport financier de Solvay, les **provisions** se répartissent en 3 catégories : les provisions environnementales, les provisions pour litiges et les provisions pour restructurations.

En ce qui concerne les **provisions environnementales**, elles sont très importantes puisqu'elles s'élèvent en 2022 à 702 M€, en 2023 de 506 M€ et en 2024 de 511 M€. En 2025, les provisions environnementales sont de 529 M€. Ces sommes considérables servent à couvrir les coûts futurs liés à la dépollution et à la réhabilitation des sites industriels.

Les **provisions pour litiges** se montent en 2022 à 97 M€, en 2023 à 61 M€ et en 2024, elles grimpent à 260 M€. Pour 2025, ces provisions s'élèvent à 150 M€. L'explosion de ces montants s'explique par les graves contaminations à des polluants « éternels », les fameux PFAS, révélés en 2023 dans une usine Solvay du New Jersey puis début 2024 dans une autre usine située dans les Cévennes en France, pollutions qui ont dû être assainies autant que possible par l'entreprise, ou pour lesquelles Solvay a dû s'acquitter d'amendes astronomiques (L'Echo, 2024) (Horel, 2024). Avec ces provisions, l'entreprise anticipe ainsi les risques de procès ou d'amendes ultérieurs (Morimont, Hevia, & Dupont, 2022).

Pour ce qui est des **provisions pour restructurations**, leurs chiffres ont déjà été mentionnés et explicités dans la rubrique « Eléments non récurrents ».

Au lieu du ROIC (rentabilité du capital investi), nous allons analyser le ROCE (rentabilité des capitaux employés), qui est l'indicateur de performance référencé dans les rapports annuels de Solvay.

Le **ROCE** des activités poursuivies en 2022 est de 22,9%. En 2023, il diminue à 20,4% à cause de la baisse des bénéfices (Solvay, 2024). En 2024, il baisse encore à 17,6%. Cette légère diminution est liée au recul de l'EBIT. En 2025, le ROCE est de 13,6%, toujours en lien avec le recul de l'EBIT.

Comme le **ROE** (rentabilité des capitaux propres) n'est pas mentionné dans les rapports annuels de Solvay, il a fallu procéder au calcul suivant : Résultat net des activités poursuivies attribué aux actionnaires Solvay / (Fonds propres - Participations ne donnant pas le contrôle) (Qonto, s.d.).

Étant donné qu'aucune estimation des fonds propres retraités (sans Syensqo) n'est disponible pour l'année 2022, il n'est donc pas possible de calculer le ROE pour cette année-là. Concernant 2023, il s'élève à -2,93% et passe à 16,65% en 2024. En 2025, le ROE s'élève à 2,94%. Le ROE négatif de 2023 est dû au résultat net négatif occasionné par les coûts de la scission. Pour ce qui est de 2025, le ROE est faible à cause du faible résultat net (cf. annexe 1 pour le détail du calcul).

C. Analyse des Cash-Flows

L'analyse des flux de trésorerie d'une entreprise permet d'évaluer sa solidité financière par sa capacité à générer suffisamment de liquidités pour honorer ses dettes et soutenir son développement.

1) Flux de trésorerie opérationnel

Le **flux de trésorerie opérationnel** correspond principalement au résultat net ajusté des amortissements et de la variation du besoin en fonds de roulement.

En 2022, le flux de trésorerie opérationnel est de 2,01 Md€. L'année suivante, il s'élève à 1,91 Md. En 2024, le flux de trésorerie opérationnel baisse à 615 M€. En 2025, le flux de trésorerie opérationnel remonte légèrement à 682 M€.

2) Flux de trésorerie d'investissement

Il est difficile de comparer les **flux de trésorerie d'investissement** entre 2022 et 2024 à cause de la scission entre Syensqo et Solvay fin 2023. En effet, en 2022, ils s'élèvent à -831 M€, en 2023 à -1792 M€, en 2024 à -281 M€ et en 2025 -200 M€. En se concentrant sur les investissements dans les activités poursuivies, on constate une politique d'investissement stable et disciplinée : en 2022, ceux-ci s'élèvent à 380 M€, en 2023 à 450 M€, en 2024 à 347 M€ et en 2025 à 292 M€. Dans un contexte économique ralenti, Solvay choisit la rigueur et se concentre donc sur la maintenance de son outil productif et le financement de ses engagements climatiques.

3) Flux de trésorerie de financement

Le **flux de trésorerie de financement** reflète les mouvements générés par les emprunts, leurs remboursements et le versement des dividendes. En 2022, il s'élève à -1191 M€. En 2023, il s'affiche à -455 M€ ; cette année 2023 est marquée par des mouvements exceptionnels, avec notamment la contraction d'emprunts massifs (3,22 Md€) afin de restructurer la dette avant la scission. En 2024, le flux de trésorerie de financement se monte à -364 M€. En 2025, il s'élève à -468 M€.

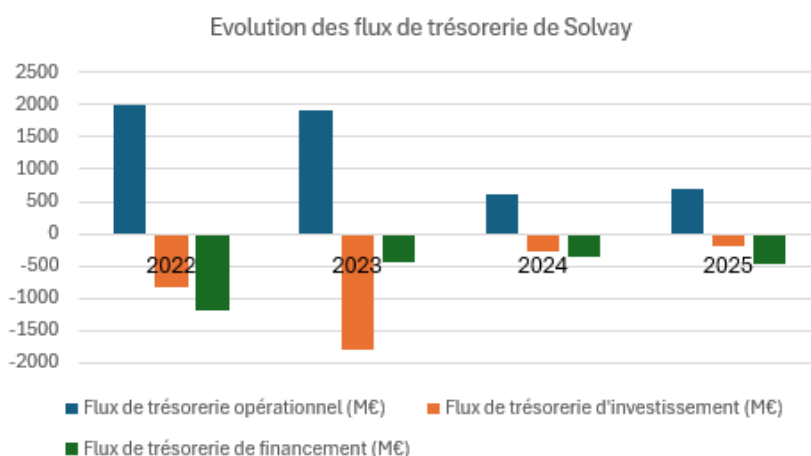


Figure 4 : Evolution des flux de trésorerie - Source : Rapport annuel de Solvay, 2025

4) Free Cash-Flow

Le Free Cash-Flow renseigne sur la capacité de l'entreprise à générer de la trésorerie, en dehors des investissements nécessaires à son fonctionnement (Lefebvre Dalloz, 2022).

Grâce à un Free Cash-Flow des activités poursuivies de 350 M€ en 2025 (contre 479 M€ en 2022, 561 M€ en 2023 et 361 M€ en 2024), Solvay finance aisément les 260 M€ de dividendes distribués en 2025. L'entreprise prouve ainsi que son modèle est suffisamment solide et soutenable pour rémunérer ses actionnaires tout en conservant une confortable marge de sécurité.

5) Dividendes

Depuis 2023, les **dividendes** de Solvay s'élèvent à 2,43€ par action. Alloués deux fois par an, ils sont très stables. Cette stabilité du dividende est en effet l'un des piliers de la politique financière de Solvay.

L'actionnaire de référence de Solvay est Solvac, qui contrôle 30,81% de celle-ci au travers de son portefeuille d'actions. Cette entreprise dite « mono-holding », qui réunit 2500 actionnaires descendant des familles des fondateurs de Solvay, a un poids décisionnel certain, d'autant que 77% de ses propres actions sont détenues par des descendants des familles fondatrices (Van Campenhout, 2023).

D. Variables critiques

Le but de la présente analyse sur l'entreprise Solvay vise à donner une recommandation d'investissement (achat ou vente) du titre Solvay. En fonction d'un panel de variables critiques capables d'influer sur le prix de manière significative, nous avons construit plusieurs scénarios susceptibles de se réaliser.

1) L'évolution des volumes de vente

La dynamique des volumes de vente est le principal levier du chiffre d'affaires de l'entreprise Solvay, dans un secteur, la chimie de base, qui est très cyclique. Ces volumes dépendent directement de la demande des marchés finaux de Solvay. En outre, cette variable est très sensible aux incertitudes géopolitiques et aux aléas macroéconomiques tels que l'impact

prolongé des guerres en Ukraine et au Moyen-Orient, le caractère imprévisible de la politique douanière américaine (L'Echo, 2026) et également l'agressivité commerciale de la Chine.

Scénarios possibles : si l'incertitude du contexte mondial actuel s'aggrave avec un enlisement de la guerre en Iran, les marchés finaux vont encore ralentir et par conséquent, les volumes diminuer et impacter lourdement le chiffre d'affaires. Si a contrario, les conflits s'apaisent et qu'une reprise industrielle s'amorce, les volumes vont augmenter et gonfler le chiffre d'affaires.

2) Prix de vente des productions chimiques de Solvay

Les prix de vente des produits chimiques de Solvay sont également une variable très importante des résultats de l'entreprise. Soumis à une forte pression concurrentielle internationale, ils dépendent beaucoup de l'offre et de la demande industrielle mondiale, ainsi que des coûts de production.

Scénarios possibles : si les pays asiatiques continuent d'inonder le marché, les prix vont baisser inéluctablement. Une forte demande influencerait quant à elle les prix à la hausse, affectant du même coup positivement les marges et l'EBITDA.

3) Coûts de l'énergie

Comme l'industrie de la chimie de base est extrêmement énergivore, les coûts de l'énergie influent aussi grandement sur les résultats de Solvay, surtout avec les incertitudes géopolitiques actuelles qui rendent très volatils les prix de l'énergie.

Scénarios possibles : si les tensions géopolitiques perdurent ou s'aggravent, les prix de l'énergie vont poursuivre leur course à la hausse et impacter défavorablement les résultats de Solvay. Si la conjoncture internationale s'apaise, les coûts vont repartir à la baisse de manière significative.

4) Coûts des matières premières

Le prix des matières premières, telles que les dérivés du pétrole brut et de minéraux (Solvay, 2024), est également sujet à une grande volatilité, avec un impact direct sur les bénéfices opérationnels.

Scénarios possibles : si une inflation des ressources de base se produit, les coûts des matières premières vont augmenter, affectant négativement les bénéfices opérationnels de Solvay.

5) Les investissements industriels (CapEx)

Pour rester compétitive dans le secteur de la chimie, Solvay se doit de procéder à des investissements et des maintenances dans ses sites de production. Elle doit aussi investir dans ses projets de décarbonation. Ce capital investi influence en effet directement les Free Cash-Flows de l'entreprise.

Scénarios possibles : suite à ses investissements clés dans l'amélioration de son outil de production, Solvay améliore sa rentabilité opérationnelle avec d'intéressants retours sur investissements.

6) Les contraintes réglementaires et environnementales

Réputé comme très polluant, le secteur de la chimie est soumis à une forte réglementation. Solvay doit en effet adapter son outil et sa production aux normes environnementales européennes telles que les taxes carbone. Impactant les prix à la hausse, ces normes nécessitent de nombreux investissements.

Scénarios possibles : si Solvay est confrontée à un durcissement des normes climatiques, cela va engendrer d'importants coûts supplémentaires. Cependant, la politique environnementale de l'entreprise anticipe des améliorations depuis plusieurs années et va donc bénéficier d'un avantage compétitif.

Projection et valorisation de l'entreprise

A. Projections financières (2026-2028)

Dans cette partie, nous élaborons les projections financières de Solvay pour la période 2026-2028, après analyse des tendances des quatre années précédentes et compte tenu des variables critiques présentées précédemment. Ces projections, arrêtées au 31 mars 2026, reflètent le cycle du secteur. Elles serviront à évaluer la valeur d'entreprise de Solvay grâce aux méthodes de valorisation par les flux de trésorerie actualisés et de valorisation par les multiples.

A noter qu'avec le contexte macroéconomique actuel (la guerre en Ukraine et le récent conflit en Iran), la situation géopolitique mondiale très instable soumet les marchés à de fortes fluctuations. Cette situation exceptionnelle a complexifié notre exercice de prévision et a requis une approche prudente dans l'interprétation de nos estimations.

1) Revenus

Il est un fait que le CA de Solvay baisse depuis plusieurs années (de 5,5 Md€ en 2022 à 4,3 Md€ en 2025). Dans son étude sur les perspectives de l'industrie chimique pour 2026, le cabinet Deloitte, qui reconnaît que le secteur a entamé un long cycle à la baisse, table pour 2026 sur une croissance faible de 2% (Deloitte, 2025). Par ailleurs, à cause du conflit en Iran qui entretient un climat d'incertitude mondiale, Solvay va probablement subir un ralentissement de ses marchés finaux, impactant négativement la demande et donc ses volumes de vente. Pour compenser la flambée du prix de l'énergie causée par le conflit, Solvay pourrait répercuter cette augmentation sur ses prix. Cependant, avec la pression des surcapacités chinoises et l'avantage énergétique américain, Solvay aura davantage de difficultés à intégrer significativement cette hausse des coûts énergétiques sur ses prix de vente. Sur base de ces divers éléments, nous avons estimé un taux de croissance de -1,5% pour l'année 2026.

Après l'impact désastreux du conflit en Iran, tablons sur le fait que la situation s'apaise en 2027. Les prix de l'énergie repartent lentement à la baisse, ce qui permet à Solvay d'opérer une légère diminution de ses prix afin de rester compétitif. Dans ce contexte, nous avons estimé pour 2027 un taux de croissance de 0%.

En 2028, nous imaginons que les conflits internationaux sont apaisés et que le détroit d'Ormuz est totalement réouvert. L'optimisme sur les marchés mondiaux est de retour. Les prix de l'énergie continuent de diminuer, une reprise du secteur chimique s'amorce et les volumes de vente repartent à la hausse. Boostés par l'importante demande industrielle, les prix se redressent, avec un effet positif direct sur les résultats de l'entreprise. Compte tenu de cette reprise d'une croissance saine, nous estimons l'évolution totale du CA de Solvay à 4% pour 2028.

2) Structure de coûts

Dans chacun de ses rapports annuels (2023 à 2025), l'entreprise Solvay insiste sur l'un de ses fondamentaux : la maîtrise des coûts. A titre d'illustration, en 2024, les initiatives de réduction des coûts structurels ont généré 110 millions d'économies, dépassant largement l'objectif de 80 millions, sous l'effet d'une intensification des initiatives tant sur les sites de production que dans les fonctions corporate (Boursier.com, 2025).

Solvay persiste dans sa rigueur en matière de politique d'économie de coûts puisque dans son rapport annuel 2025, l'entreprise prévoit pour fin 2026 des économies structurelles cumulées

d'environ 300 millions d'euros (Solvay, 2026) et à l'horizon 2028, 1,35 Md€ d'économie. Ces coupes drastiques dans les coûts ne vont cependant pas parvenir à compenser totalement la hausse brutale des prix des matières premières et de la facture énergétique due à la guerre en Iran, le secteur de la chimie étant très énergivore. Sur base de ces éléments, nous estimons une augmentation de 1% des coûts de Solvay pour 2026. Selon notre scénario de base, en 2027, les prix du gaz et des matières premières entament une lente redescende, profitable pour les coûts de l'entreprise. En outre, grâce à ses économies de coûts entamées depuis 2022 et son anticipation des normes environnementales initiée en 2024 avec sa stratégie « Essential For Generations », l'entreprise optimise ses coûts et évite l'impact supplémentaire des taxes carbone européennes qui touchent ses concurrents asiatiques. Dans ce contexte, nous avons estimé pour 2027 une diminution des coûts de 2%. L'année suivante, grâce à la reprise du secteur de la chimie et à l'augmentation des volumes, Solvay doit acheter davantage de matières premières, ce qui fait augmenter les coûts de 3%.

3) Taux d'imposition

Comme Solvay opère dans plus de 40 pays, notre première réflexion a été de faire une moyenne des taux d'imposition effectifs sous-jacents publiés dans les rapports annuels de Solvay. Ces taux correspondent au ratio entre les charges d'impôts sous-jacentes et le résultat avant impôts sous-jacent, donnant une indication du taux d'imposition au sein du Groupe (Solvay, 2026). Ces taux s'établissent à 22,4% en 2022, 26,7% en 2023, 26,0% en 2024 et 29,7% en 2025, la moyenne de ces taux sur la période 2022-2025 est de 26,2%. Toutefois, ces taux peuvent être distordus par des éléments non récurrents, le taux de 2025 est ainsi gonflé par des dépréciations d'actifs d'impôt différé (Solvay, 2026), tandis que celui de 2023 est affecté par certains effets liés à la scission (Solvay, 2024). En excluant ces deux années exceptionnelles, la moyenne des taux d'imposition effectifs sous-jacents de 2022 et 2024 s'établit à 24,2%.

Par ailleurs, le siège social de Solvay se trouvant à Bruxelles, le taux d'imposition légal belge s'élève à 25%. Ce taux se situe précisément entre les deux estimations obtenues (24,2% et 26,2%). Afin d'éviter les distorsions liées aux éléments non récurrents qui affectent les taux effectifs sous-jacents, c'est donc le taux légal belge de 25% qui a été retenu pour nos projections.

4) Dépenses en capital (CAPEX)

Grâce à une discipline en investissement rigoureuse, les dépenses en capital des années 2022 à 2025 sont plutôt stables (6,9% du CA en 2022, 9,2% du CA en 2023, 7,4% du CA en 2024 et 6,9% du CA en 2025). Nous avons donc effectué la moyenne de ces 4 pourcentages pour notre projection du CAPEX, soit 7,6% ; c'est ce pourcentage qui sera appliqué pour les trois prochaines années. Cependant, dans le rapport annuel de Solvay, concernant les projections pour 2026, Solvay annonce que les dépenses en capital seront plafonnées à 300 M€ (Solvay, 2026).

5) Amortissements et dépréciations (D&A)

Comme les amortissements et dépréciations reflètent principalement les dépenses en capital, et compte tenu de notre hypothèse de stabilité du CAPEX sur la période, nous anticipons une trajectoire relativement constante des amortissements et dépréciations. Les amortissements et dépréciations sous-jacents de Solvay sont très stables, 321 M€ en 2022, 321 M€ en 2023, 320 M€ en 2024 et 320 M€ en 2025. Sur base de cette régularité, le montant fixe de 320 M€ a été retenu pour nos projections.

6) Besoin en fonds de roulement (BFR)

Dans ses états financiers, la société Solvay décompose la variation de son BFR comme la somme des variations des stocks, des créances commerciales, des dettes commerciales, ainsi que d'autres éléments opérationnels. Comme ce poste est très variable et difficile à estimer, entre autres en raison du processus de scission, nous avons choisi de le projeter en nous basant sur une moyenne des 2 dernières années, soit 2,2% du CA.

L'application de ces hypothèses nous permet d'établir la projection des Free Cash-Flows pour les années 2026, 2027 et 2028 (voir tableau 1).

En millions €	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
CA net sous-jacent	5539	4880	4686	4262	4198,07	4198,07	4365,99
<i>Variation</i>					-1,50%	0,00%	4,00%
Frais opérationnels nets excluant D&A sous-jacents	4181	3633	3634	3381	3414,81	3346,51	3446,91
<i>Variation</i>					1,00%	-2,00%	3,00%
EBITDA sous-jacent	1359	1246	1052	881	783,26	851,56	919,08
(-) Amortissements & Dépréciations (D&A) sous-jacents	321	321	320	320	320,00	320,00	320,00
<i>% de CA</i>	5,80%	6,58%	6,83%	7,51%	7,62%	7,62%	7,33%
= EBIT sous-jacent	1038	925	732	561	463,26	531,56	599,08
Taux d'imposition	22,40%	26,70%	26,00%	29,70%	25,00%	25,00%	25,00%
= NOPAT (EBIT après impôts)	805,49	678,03	541,68	394,38	347,45	398,67	449,31
(+) Amortissements & Dépréciations (D&A) sous-jacents	321	321	320	320	320,00	320,00	320,00
<i>% de CA</i>	5,80%	6,58%	6,83%	7,51%	7,62%	7,62%	7,33%
(-) Capex	380	450	347	292	300*	319,05	331,82
<i>% de CA</i>	6,86%	9,22%	7,41%	6,85%	7,60%	7,60%	7,60%
(-) Variation du BFR	-576	-78	1	189	92,36	92,36	96,05
<i>% de CA</i>	-10,40%	-1,60%	0,02%	4,43%	2,20%	2,20%	2,20%
= FREE CASH FLOW (FCF)	1322,49	627,03	513,68	233,38	275,09	307,26	341,45

*On obtient 319,05 sur base de nos projections mais plafonné à 300 selon les Perspectives pour 2026 du Rapport Annuel de 2025.

Tableau 1 : Projections des Free Cash-Flows – Source : Baptiste Dubois

B. Valorisation par les flux de trésorerie actualisés (DCF)

La méthode de valorisation par les flux de trésorerie actualisés permet d'estimer la valeur d'une entreprise en projetant ses Free Cash-Flows, puis en les actualisant au coût moyen pondéré du capital (WACC).

1) Coût moyen pondéré du capital (WACC)

a) Taux sans risque

Solvay étant une entreprise belge, nous avons décidé de baser notre taux sans risque sur le rendement des obligations d'État belges à 10 ans (OLO). Ce choix se justifie par l'ancrage belge de son actionnariat, notamment avec Solvac (30,81%). Le taux OLO est donc cohérent pour refléter les attentes de rentabilité des actionnaires. Au lieu d'utiliser une valeur ponctuelle, une moyenne des rendements sur la période du 1^{er} mars 2026 au 1^{er} avril 2026 a été préférée. Celle-ci s'élève à 3,405% (Investing.com, s.d.).

b) Prime de risque de marché

La prime de risque de marché retenue pour cette valorisation est de 5,01%, correspondant à l'estimation relative à la Belgique publiée par le Professeur A. Damodaran (Damodaran, Country Default Spreads and Risk Premiums, 2026).

c) Beta

Pour estimer le beta levered de Solvay, deux approches ont été utilisées. Premièrement, nous l'avons calculé en utilisant le beta *unlevered corrected for cash*, estimé à 0,5 pour le secteur de la chimie de base par le Professeur A. Damodaran (Damodaran, Betas by Sector (Europe),

2026). Ce beta unlevered a ensuite été réajusté selon la formule de Hamada (Corporate Finance Institute, 2020), en tenant compte du ratio dette/capitaux propres et du taux d'imposition légal belge. Le ratio dette/capitaux propres retenu, calculé au 31 décembre 2025 sur base de la capitalisation boursière de Solvay pour les capitaux propres (Zonebourse, s.d.), s'élève à 76,49%. Nous obtenons donc un beta levered de 0,79.

La seconde approche repose sur le beta ajusté calculé au 01 mai 2026 par Bloomberg sur une période de 2 ans en données hebdomadaires par rapport au BEL20, s'élevant à 1,012 (Bloomberg L.P.). C'est ce beta levered calculé par Bloomberg que nous avons préféré retenir, car il reflète mieux la volatilité réelle propre à Solvay.

d) Coût des fonds propres (Cost of equity)

Le coût des fonds propres a été calculé en utilisant le modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) (Morningstar, s.d.). En retenant un taux sans risque de 3,405%, une prime de risque de marché de 5,01% et un beta levered de 1,012, le coût des fonds propres s'élève à 8,48%.

e) Coût de la dette après impôt (After-tax Cost of debt)

Afin de calculer le coût de la dette, deux méthodes ont été utilisées. La première repose sur le rendement à maturité (YTM) des obligations cotées émises par Solvay. Deux obligations ont été identifiées, la première, « Solvay 3,875% 03/04/2028 », présentant un YTM de 3,588% au 15 mai 2026 (Luxembourg Stock Exchange, s.d.), et la seconde, « Solvay 4,25% 03/10/2031 », un YTM de 4,042% au 15 mai 2026 (Luxembourg Stock Exchange, s.d.). Le YTM de l'obligation échéant en 2031 a été retenu comme référence principale. Après l'application du taux d'imposition légal belge, le coût de la dette après impôt est de 3,03%.

La seconde méthode, servant de validation, repose sur le rating de Solvay et le spread correspondant. Solvay ayant une notation BBB- attribuée par Standard & Poor's (Solvay, 2026), un spread de 1,11% a été retenu conformément aux estimations du Professeur A. Damodaran pour cette notation (Damodaran, Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spreads, 2026). En ajoutant ce spread au taux sans risque (taux OLO belge 10 ans = 3,405%), nous obtenons le coût brut de la dette à 4,52%, soit un coût de la dette après impôt de 3,39%. Les deux méthodes convergent et confirment que notre estimation de 3,03% est cohérente.

f) WACC

Le coût moyen pondéré du capital (WACC) est déterminé en appliquant les poids respectifs des fonds propres et de la dette à leurs coûts respectifs. Pour trouver leur poids respectif, les capitaux propres sont représentés par la capitalisation boursière de Solvay au 31 décembre

2025, soit 2837 M€ (Zonebourse, s.d.) et la dette est représentée par la dette financière brute IFRS au 31 décembre 2025, soit 2170 M€ (Solvay, 2026). La valeur totale s'élève donc à 5007 M€, soit un poids des capitaux propres de 56,66% et un poids de la dette de 43,34%.

Le WACC est ensuite calculé comme suit : $WACC = (56,66\% \times 8,48\%) + (43,34\% \times 3,03\%) = 6,12\%$ (cf. annexe 2).

2) Free Cash-Flows actualisés

Avec le WACC, il nous est désormais possible d'actualiser nos Free Cash-Flows futurs (voir tableau 2).

In millions €	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Unlevered FCF	1322,49	627,03	513,68	233,38	275,09	307,26	341,45
Present Value of FCF					259,22	272,84	285,71

Tableau 2 : Actualisation des Free Cash-Flows – Source : Baptiste Dubois

3) Valeur terminale (Terminal Value)

Après avoir actualisé nos Free Cash-Flows futurs, nous devons maintenant calculer la valeur terminale de l'entreprise. Pour ce faire, nous avons eu recours à deux méthodes : la méthode du taux de croissance à l'infini (TGR) et la méthode du multiple de sortie (Exit multiple).

a) Taux de croissance à l'infini (TGR)

Afin d'évaluer la valeur terminale avec la méthode du TGR, nous avons choisi un taux de croissance (g) de 2% sur base du taux d'inflation cible à moyen terme de la Banque Centrale Européenne (Banque centrale européenne, 2026). La valeur terminale a été calculée en utilisant la formule de Gordon-Shapiro, qui consiste à multiplier le dernier FCF futur par le taux de croissance g puis en divisant par (WACC – g) (voir tableau 3).

TGR	in millions
Terminale Value	8453,26
Present Value of Terminale Value	7073,47

Tableau 3 : Valeur terminale obtenue avec la méthode TGR – Source : Baptiste Dubois

b) Multiple de sortie (Exit Multiple)

Afin d'évaluer la valeur terminale avec la méthode du multiple de sortie, nous avons choisi de nous baser sur le multiple EV/EBITDA qui a été déterminé dans la partie C : « Valorisations par les multiples ». Ce multiple est égal à 6,26. La valeur terminale a été calculée en multipliant notre multiple EV/EBITDA par l'EBITDA de notre dernière année projetée (voir tableau 4).

<i>Exit Multiple</i>	in millions
Terminale Value	5753,46
Present Value of Terminale Value	4814,35

Tableau 4 : Valeur terminale obtenue avec la méthode du multiple de sortie – Source : Baptiste Dubois

4) Valeur des fonds propres (Equity value) et prix de l'action (Share price)

Nous avons calculé la valeur de l'entreprise (enterprise value) en additionnant la valeur actuelle des FCF futurs et la valeur actuelle de la valeur terminale. Ensuite, pour trouver la valeur des fonds propres (equity value), nous avons ajouté la trésorerie disponible et soustrait les dettes et intérêts minoritaires de l'entreprise. Nous avons fait le choix d'également soustraire les provisions de Solvay (constituées des provisions environnementales, pour litiges et pour restructurations) que nous avons considérées comme des dettes. Pour finir, nous avons divisé la valeur des fonds propres de l'entreprise par le nombre d'actions en circulation au 31/12/25, afin de déterminer le prix par action, qui est de 51,94€ avec la méthode du taux de croissance à l'infini et de 30,60€ avec la méthode du multiple de sortie (voir tableaux 5 et 6).

Entreprise Value & Share price	
<i>TGR</i>	
Terminale Value	8453,26
Present Value of Terminale Value	7073,47
Sum of PV of FCF	817,77
Minority interests	62,00
Enterprise Value	7953,24
+ Cash	554,00
- Debt	2170,00
- Minority interests	62,00
- Provisions	776
Equity Value	5499,24
Shares (in millions)	105,876416
Share Price	51,94

Tableau 5 : Calcul du prix de l'action – TGR
(en millions sauf prix de l'action)
– Source : Baptiste Dubois

Entreprise Value & Share price	
<i>Exit Multiple</i>	
Terminale Value	5753,46
Present Value of Terminale Value	4814,35
Sum of PV of FCF	817,77
Minority interests	62,00
Enterprise Value	5694,12
+ Cash	554,00
- Debt	2170,00
- Minority interests	62,00
- Provisions	776
Equity Value	3240,12
Shares (in millions)	105,876416
Share Price	30,60

Tableau 6 : Calcul du prix de l'action – Exit
Multiple (en millions sauf prix de l'action)
– Source : Baptiste Dubois

C. Valorisation par les multiples

La méthode de valorisation par les multiples permet d'estimer la valeur d'une entreprise en comparant des ratios financiers d'entreprises similaires du même secteur, cotées en bourse. Notre choix s'est porté sur 7 groupes situés sur le continent européen par souci de similitude : Arkema (France), BASF (Allemagne), Clariant (Suisse), Elementis Plc (Royaume-Uni), Evonik (Allemagne), Kemira (Finlande), Lanxess (Allemagne).

1) Multiple EV/EBITDA

Pour estimer le prix cible par action, nous avons procédé en plusieurs étapes. Nous avons d'abord calculé la valeur d'entreprise de notre panel de sociétés comparables, en additionnant leur capitalisation boursière et leur dette nette au 31 décembre 2025. Nous avons ensuite établi leurs multiples EV/EBITDA pour la période 2024-2027, en rapportant cette valeur d'entreprise à leurs EBITDA respectifs (données historiques pour 2024-2025 et estimations d'analystes pour 2026-2027 (Zonebourse, s.d.)). À partir de ces résultats, nous avons dégagé un multiple médian pour chaque année (cf. annexe 3). Enfin, en appliquant ces médianes annuelles à l'EBITDA correspondant de Solvay, nous avons obtenu plusieurs valeurs d'entreprise, dont nous avons calculé la moyenne pour établir la valeur d'entreprise de Solvay. Ensuite, comme pour la méthode DCF, nous avons ajouté la trésorerie disponible et soustrait les dettes et intérêts minoritaires de l'entreprise, ainsi que les provisions pour trouver la valeur des fonds propres, que nous avons divisé par le nombre d'actions en circulation. Nous obtenons un prix par action de 29,93€ (voir tableau 7).

	2024	2025	2026	2027	Moyenne	Entreprise Value	5623,01
EBITDA	1052	881	811,6	864	902,15	+ Cash	554
Multiple	5,77	6,54	6,57	6,16	6,26	- Debt	2170
Entreprise Value	6072,13	5763,78	5336,19	5319,94	5623,01	- Minority interests	62
						- Provisions	776
						Equity Value	3169,01
						Shares (in millions)	105,876416
						Share Price	29,93

Tableau 7 : Résultat de la valorisation par le multiple EV/EBITDA (en millions sauf prix de l'action)

– Source : Baptiste Dubois

2) Multiple EV/EBIT

Pour le calcul du multiple EV/EBIT, nous avons utilisé la même méthode que celle de EV/EBITDA sauf qu'au lieu de se baser sur l'EBITDA, nous prenons en compte l'EBIT (cf. annexe 4). Nous obtenons un prix par action de 33,74€ (voir tableau 8).

	2024	2025	2026	2027	Moyenne		
EBIT	732	561	501,3	547,5	585,45	Entreprise Value	6026,05
Multiple	9,29	11,12	11,05	10,10	10,39	+ Cash	554
Entreprise Value	6797,55	6240,74	5537,56	5528,33	6026,05	- Debt	2170
						- Minority interests	62
						- Provisions	776
						Equity Value	3572,05
						Shares (in millions)	105,876416
						Share Price	33,74

Tableau 8 : Résultat de la valorisation par le multiple EV/EBIT (en millions sauf prix de l'action)

– Source : Baptiste Dubois

D. Stock Reputation

Cette analyse s'appuie sur la méthode Stock Réputation® développée par LPE Research (LPE Research, s.d.). Celle-ci s'articule autour de 5 critères : le comportement de l'action, la structure de l'actionnariat, la gouvernance, l'impact social et environnemental ainsi que la communication et la cohérence de l'entreprise. Ces éléments vont nous permettre d'évaluer la réputation de l'action Solvay sur les marchés. Il est essentiel de noter que la scission intervenue fin 2023 a impacté de manière diverse les différents critères analysés.

1) Comportement de l'action (20 pts)

Concernant les mouvements erratiques de l'action Solvay, nous avons comparé son prix journalier par rapport au BEL20 sur une période de 3 ans. Les relevés ont été effectués du 17 avril 2023 au 17 avril 2026. Nous avons ainsi observé 39 jours durant lesquels le prix s'est écarté de plus de 3,5% de l'indice de référence sur cette période, soit une probabilité de 5,08%, ce qui correspond à 4 points. De toute évidence, la scission a joué un rôle dans ces nombreux mouvements erratiques. La déviation du cours par rapport à sa moyenne mobile sur 200 jours est de 13,82%, ce qui équivaut à 4 points. Le score total obtenu pour ce critère est donc de 8/20.

2) Qualité de l'actionnariat (20 pts)

Sur un capital flottant de plus de 65%, 9,04% sont détenus par des investisseurs institutionnels majeurs (gérant plus de 100 milliards de dollars d'actifs), ce qui correspond à 3 points. Pour ce

qui est de la fidélité des actionnaires, nous ne disposons pas d'informations. Cependant, comme la scission a fait fuir certains actionnaires mais en a attiré d'autres, nous avons décidé d'attribuer une note intermédiaire de 5 points, reflétant un équilibre entre ces deux dynamiques. Le résultat total pour ce point est de 8/20.

3) Gouvernance et création de valeur (20 pts)

Pour le premier critère, 2 points sont attribués car l'actionnaire de référence de Solvay, Solvac, qui possède 30% environ du capital, est détenu par les descendants des familles fondatrices de l'entreprise. En ce qui concerne la structure du conseil d'administration, 5 points sont attribués car premièrement, Solvac est représentée au sein du conseil d'administration ; deuxièmement, les rôles de CEO et de président du conseil d'administration sont distincts au sein de la société puisqu'occupés pour le premier par Philippe Kehren et pour le second par Pierre Gurdjian ; troisièmement, six sur les dix administrateurs sont considérés comme indépendants. Concernant la priorité accordée au CEO, en comparant la valeur des actions qu'il possède (environ 186 000€ au 31 décembre 2025) et sa rémunération totale (2,624 M€ pour l'année 2025), un score de 0 point est attribué pour ce point. Pour ce qui est de l'intensité des relations avec les investisseurs, le rapport annuel de 2025 fait seulement état de 24 conférences et roadshows avec la présence du CEO et du CFO sans distinction. En estimant ces interventions à des demi-journées, nous tablons sur 12 jours, ce qui équivaut à 3 points concernant le CEO, 1 point de pénalité pour le CFO et 1 point bonus car la société est suivie par plus de dix analystes (16) (MarketScreener, s.d.). Nous obtenons ainsi le score de 10/20.

4) Impact Social et Environnemental (20 pts)

Le groupe Solvay communique régulièrement sur les enjeux sociaux et environnementaux, considérés comme piliers stratégiques explicités dans chaque rapport annuel, via leur feuille de route « For Generations ». Concernant la priorité de l'impact social, la société récolte 3 points et en termes de périodicité, elle obtient 1 point. A propos de l'impact des activités sur les personnes, cette estimation est plus délicate. Compte tenu des informations récoltées sur la rémunération des employés, les relations sociales, le bien-être, la diversité mais aussi le niveau de sécurité et de croissance nette de l'emploi, le score obtenu est de 1 point. Pour ce qui est de l'impact des produits et des services sur les personnes, nous attribuons un score de 2 points, car comme expliqué dans le rapport annuel, les produits de Solvay participent à la qualité de vie de

ses clients finaux. Très détaillé chez Solvay, le reporting environnemental annuel constitue une priorité de premier rang pour l'entreprise ; c'est pourquoi 4 points ont été attribués. Toutefois, en ce qui concerne l'impact des activités de Solvay sur l'environnement, malgré de sérieux progrès réalisés, l'entreprise a toujours un impact négatif sur l'environnement (PFAS) soit 0 point. Par contre, l'impact de ses produits et services sur l'environnement est considéré comme neutre soit 1 point. Le score de Solvay pour ce critère est donc de 12/20.

5) Communication et Cohérence (20 pts)

La qualité de la communication de Solvay récolte le score de 10/10. Solvay publie en effet des rapports annuels très détaillés pour l'ensemble des points analysés. En termes de cohérence, l'entreprise obtient le maximum avec 5 points, mais 0 point pour son orientation stratégique à cause d'un avertissement sur résultats émis en 2025.

Critère 1 : Comportement de l'action				8/20
	Mouvements erratiques			4/10
	Déviations par rapport à la moyenne			4/10
Critère 2 : Qualité de la structure des actionnaires				8/20
	Détention par des institutionnels majeurs			3/10
	Fidélité des actionnaires			5/10
Critère 3 : Gouvernance et focus sur la création de valeur pour les actionnaires				10/20
	Actionnaire de référence			2/5
	Structure du conseil d'administration			5/5
	Focus du CEO envers les actionnaires			0/5
	Intensité des relations avec les investisseurs			3/5
Critère 4 : Focus social et environnemental				12/20
	Reporting de l'impact social et priorité			4/5
	Impact des activités et des produits sur les personnes			3/5
	Reporting de l'impact environnemental et priorité			4/5
	Impact des activités et des produits sur l'environnement			1/5
Critère 5 : Communication et cohérence				15/20
	Qualité de la communication			10/10
	Cohérence			5/5
	Orientation			0/5
				53/100

Tableau 9 : Récapitulatif des scores de Stock Reputation – Source : Baptiste Dubois

Finalement, la société Solvay obtient le résultat mitigé de 53/100 (voir tableau 9).

E. Recommandation

Nos différentes méthodes de valorisation aboutissent aux résultats suivants : 51,94€ pour le DCF par la méthode de croissance à l'infini (TGR), 30,60€ pour le DCF par la méthode des multiples de sortie (Exit Multiple), 29,93€ pour la méthode des multiples EV/EBITDA et 33,74€ pour la méthode des multiples EV/EBIT.

Les trois dernières méthodes convergent entre 29,93€ et 33,74€, tandis que la méthode DCF (TGR) s'en écarte significativement à 51,94€. Pour cette raison, nous allons accorder un poids plus faible à cette méthode.

Nous avons donc décidé d'accorder un poids de 10% pour la méthode DCF (TGR), 30% pour le DCF (Exit Multiple), 40% pour les multiples EV/EBITDA (méthode de référence pour les entreprises dans le secteur de la chimie de base comme Solvay) et 20% pour les multiples EV/EBIT. Nous aboutissons à un prix théorique de 33,09€ (voir tableau 10), ce qui nous permet de fixer notre prix cible à 33,00€ par action, contre 26,22€ correspondant à la cotation du 15 mai 2026, soit un potentiel de hausse de 25,86%. Avec ce potentiel de hausse important, nous émettons une recommandation d'achat sur le titre Solvay, reposant sur des fondamentaux solides et offrant une marge de progression significative.

Method	Weight	Share price
DCF - TGR	10%	51,94 €
DCF - Exit Multiple	30%	30,60 €
Multiple EV / EBITDA	40%	29,93 €
Multiple EV / EBIT	20%	33,74 €
Total		33,09 €

Tableau 10 : Résultat pondéré des valorisations de l'action Solvay – Source : Baptiste Dubois

F. Scénarios alternatifs

Pour compléter notre évaluation, nous avons élaboré un scénario optimiste et un scénario pessimiste. Ces scénarios alternatifs reposent uniquement sur les deux méthodes DCF car les multiples comparables ne reflètent que les valorisations de marchés actuelles des entreprises comparables et donc sont indépendants des hypothèses propres à chaque scénario. Comme le futur est incertain, cette analyse de sensibilité permet de nuancer notre scénario de base.

1) Scénario optimiste

Ce scénario repose sur un rebond du secteur de la chimie, basé sur l'hypothèse d'un apaisement des tensions géopolitiques. Plus rapide qu'anticipé, ce sursaut est soutenu par une forte demande, une stabilisation des coûts énergétiques et une reprise des marchés finaux de Solvay.

Dans ce contexte, une croissance du chiffre d'affaires est observée (+2% en 2026, +5% en 2027 et +4% en 2028), avec une évolution de la structure de coûts de +0,5% en 2026, puis de +2,5% en 2027 et 2028. Face à cette forte demande, Solvay augmente ses CAPEX à 8,5% du CA pour moderniser son outil industriel et accélérer sa transition énergétique. Parallèlement, la variation du BFR atteint 1,5% du CA, les amortissements et dépréciations sont maintenus à 320 M€, avec un taux d'imposition inchangé à 25%.

Pour rester cohérent avec l'approche retenue dans le scénario de base, une pondération de 25% pour le DCF (TGR) et de 75% pour le DCF (Exit Multiple) a été retenue. Avec l'ensemble de ces projections et en appliquant cette pondération, nous obtenons une valorisation de 56,28€ par action (voir tableau 11). Comparé au cours de 26,22€ (au 15 mai 2026), ce scénario représente un potentiel de hausse de 114,65% (cf. annexes 5 et 6).

Method	Weight	Share price
DCF - TGR	25%	84,24 €
DCF - Exit Multiple	75%	46,96 €
Total		56,28 €

Tableau 11 : Résultat pondéré des valorisations de Solvay (scénario optimiste) – Source : Baptiste Dubois

2) Scénario pessimiste

À l'inverse, ce scénario repose sur une poursuite de l'affaiblissement du secteur de la chimie, avec les tensions géopolitiques persistantes (guerres en Ukraine et au Moyen-Orient) maintenant les coûts énergétiques élevés. La demande continue à se contracter, accentuant les difficultés du secteur.

Dans ce contexte défavorable, le chiffre d'affaires de Solvay recule de -4% en 2026, puis -2% en 2027, avant de remonter légèrement en 2028 (+1%). La structure de coût évolue de manière contrastée, avec une baisse de -1,5% en 2026, suivie d'une hausse de +1% en 2027 et de +2% en 2028. Dans cette situation, l'entreprise décide de diminuer ses CAPEX à 6,5% du CA, la variation du BFR atteint 3% du CA, les amortissements et dépréciations sont maintenus à 320 M€, avec un taux d'imposition inchangé à 25%.

Pour rester cohérent avec l'approche retenue dans le scénario de base, une pondération de 25% pour le DCF (TGR) et de 75% pour le DCF (Exit Multiple) a été retenue. Avec l'ensemble de ces projections et en appliquant cette pondération, nous obtenons une valorisation de 13,31€ par action (voir tableau 12). Comparé au cours de 26,22€ (au 15 mai 2026), ce scénario représente un potentiel de baisse de -49,24% (cf. annexes 7 et 8).

Method	Weight	Share price
DCF - TGR	25%	13,74 €
DCF - Exit Multiple	75%	13,16 €
Total		13,31 €

***Tableau 12** : Résultat pondéré des valorisations de Solvay (scénario pessimiste) – Source : Baptiste Dubois*

Conclusion

Dans ce travail de fin d'études, nous avons entrepris d'effectuer l'analyse fondamentale de l'entreprise belge historique Solvay sur base des données historiques de 2022 à 2025. Cet exercice s'est inscrit dans un contexte particulièrement complexe pour deux raisons : d'abord, la scission intervenue au sein de la société fin décembre 2023, lors de laquelle Solvay s'est séparée de ses activités de chimie de spécialité, transférées dans une nouvelle entité baptisée Syensqo. Ensuite, l'environnement géopolitique particulièrement instable avec les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient.

Pour réaliser ce travail, nous avons procédé par étapes : en premier lieu, nous avons effectué une analyse stratégique, qui nous a permis d'établir les forces, faiblesses, opportunités et menaces de l'entreprise. Ensuite, nous avons réalisé une analyse financière, qui nous a permis de cerner les variables critiques propres à la société Solvay. Sur base de ces analyses, nous avons effectué la projection des cash-flows et la valorisation de l'action Solvay selon la méthode DCF (TGR et Exit Multiple) et celle des comparables (EV/EBITDA et EV/EBIT). La valorisation obtenue dans le scénario de base s'élève à 33,00€ par action, soit un potentiel de hausse de +25,9% par rapport au cours de référence du 15 mai 2026 (26,22€). Nous avons également établi des scénarios alternatifs ; le scénario pessimiste aboutit à une valorisation à 13,31€, tandis que le scénario optimiste conduit à une valorisation à 56,28€, démontrant la forte sensibilité du modèle aux hypothèses macroéconomiques et géopolitiques retenues.

Sur base de tous ces éléments, nous avons émis une recommandation à l'achat sur le titre Solvay. Cependant, il est important de rappeler que nos projections reposent sur des hypothèses arrêtées au 15 mai 2026 et que des événements futurs pourraient influencer les résultats obtenus de manière significative, révélant la nature subjective et incertaine de pareille analyse. Mais grâce à cette démarche analytique, nous avons pu comprendre les mécanismes et tendances qui influencent la valeur d'une entreprise.

Bibliographie

- Atradius. (2025, Février). *Tendances du secteur chimique - Février 2025*. Récupéré sur Atradius Belgique: https://atradius.be/fr_BE/base-de-connaissances/publications/tendances-du-secteur-chimique-fevrier-2025
- Banque centrale européenne. (2026). *Bulletin économique de la BCE n°2/2026*. <https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/bulletin-economique-de-la-bce-ndeg22026>: Banque centrale européenne.
- Bloomberg L.P. (s.d.). Solvay SA (SOLB BB Equity) - Beta. *Bloomberg Terminal*. Consulté le mai 12, 2026
- Boursier.com. (2025, Mars 06). *Solvay : EBITDA et free cash flow solides, soutenus par l'accélération des réductions de coûts*. Récupéré sur Boursier.com: <https://www.boursier.com/actions/actualites/news/solvay-ebitda-et-free-cash-flow-solides-soutenus-par-l-acceleration-des-reductions-de-couts-952251.html>
- Burghelle-Vernet, D. (2026, Mars 13). *Détroit d'Ormuz : le goulet qui asphyxie déjà l'économie mondiale et donne de l'air à certains pays*. Récupéré sur RTBF: <https://www.rtbf.be/article/detroit-d-ormuz-le-goulet-qui-asphyxie-deja-l-economie-mondiale-et-donne-de-l-air-a-certains-pays-11693198>
- Business Research Insights. (2026, Avril 08). *Marché des produits chimiques de base*. Récupéré sur Business Research Insights: <https://www.businessresearchinsights.com/fr/market-reports/commodity-chemicals-market-103157>
- Commission européenne. (s.d.). *Corporate sustainability reporting*. Récupéré sur Commission européenne - Finance: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en
- Corporate Finance Institute. (2020, Avril 28). *Hamada's Equation*. Consulté le Avril 14, 2026, sur Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/hamadas-equation/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2026, Janvier 26). *Betas by Sector (Europe)*. Consulté le Avril 14, 2026, sur NYU Stern School of Business: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>
- Damodaran, A. (2026, Janvier 5). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Consulté le Avril 14, 2026, sur NYU Stern School of Business: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Damodaran, A. (2026, Janvier). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spreads*. Récupéré sur NYU Stern School of Business: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html
- Deelstra, H., & Mahieu, B. (2014, Avril). Ernest Solvay, les Sociétés chimiques et les chimistes de Belgique à son époque (1863-1922). *Chimie Nouvelle*, 115, 21-28.

- Deleamarle, G. (2026, Février 24). *Le calcul du chiffre d'affaires et la différence avec la marge brute*. Récupéré sur L'Expert-Comptable.com: <https://www.l-expert-comptable.com/a/530173-le-calcul-du-chiffre-d-affaires-et-la-difference-avec-la-marge-brute.html>
- Deloitte. (2025, Novembre 03). *2026 Chemical Industry Outlook*. Récupéré sur Deloitte Insights: <https://www.deloitte.com/us/en/insights/industry/chemicals-and-specialty-materials/chemical-industry-outlook.html>
- Double matérialité : l'analyse des impacts, risques et opportunités*. (2024, Octobre 15). Récupéré sur Portail RSE: <https://portail-rse.beta.gouv.fr/csrd/double-materialite-comprendre-et-appliquer-cette-analyse-essentielle-pour-le-reporting-de-durabilite/>
- Ernest Solvay*. (s.d.). Consulté le novembre 20, 2025, sur Histoire des Belges et de la Belgique: <https://www.histoire-des-belges.be/quelques-celebrites-belges/ernest-solvay>
- essenscia. (2025). *Présentation conférence de presse - Mai 2025*. Bruxelles. Récupéré sur https://www.essenscia.be/wp-content/uploads/2025/05/presentation-conference-de-presse-essenscia_fr.pdf
- Horel, S. (2024, Février 06). *À Salindres, dans les Cévennes, une contamination record aux « polluants éternels » dans les eaux*. Récupéré sur Le Monde: https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2024/02/06/a-salindres-dans-les-cevennes-une-contamination-record-aux-polluants-eternels-dans-les-eaux_6214990_4355770.html
- Investing.com. (s.d.). *Belgium 10-Year Bond Yield*. Consulté le Avril 14, 2026, sur Investing.com: <https://www.investing.com/rates-bonds/belguim-10-year-bond-yield>
- Kehren, P. (2024, Novembre). Solvay : le succès des transitions écologiques et industrielles ne pourra être que collectif. *La Jaune et la Rouge*(799). Récupéré sur <https://www.lajauneetlarouge.com/solvay-chimie-le-succes-des-transitions-ecologiques-et-industrielles-ne-pourra-etre-que-collectif/>
- La Libre. (2023, Février 23). *Le bénéfice net de Solvay décolle de plus de 67% en 2022 et atteint un record historique*. Récupéré sur La Libre.be: <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/2023/02/23/le-benefice-net-de-solvay-decolle-de-plus-de-67-en-2022-et-atteint-un-record-historique-I7GASGTNWVC7HCQMGFNVUAIDZE/>
- La Libre Belgique. (2011, Avril 4). Solvay achète Rhodia. *La Libre Belgique*. Récupéré sur <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/2011/04/04/solvay-achete-rhodia-S3BO7LQH5VHR3MSKJISLX7MYM/>
- Le Figaro Bourse. (2023, Février 23). *Solvay dévoile une performance record en 2022 mais une baisse des volumes en 2023*. Récupéré sur Le Figaro Bourse: <https://bourse.lefigaro.fr/actu-conseils/solvay-devoile-une-performance-record-en-2022-mais-une-baisse-des-volumes-en-2023-20230223>
- L'Echo. (2024, Février 06). *Solvay embourbée dans une nouvelle affaire de contamination aux PFAS*. Récupéré sur L'Echo: <https://www.lecho.be/entreprises/chimie/solvay-embourbee-dans-une-nouvelle-affaire-de-contamination-aux-pfas/10524504.html>
- L'Echo. (2026, février 24). *Solvay continuera de se serrer la ceinture en 2026*. Récupéré sur L'Echo: <https://www.lecho.be/entreprises/chimie/solvay-continuera-de-se-serrer-la-ceinture-en-2026/10649788.html>

- Lefebvre Dalloz. (2022, Juillet 04). *Free Cash Flow : tout comprendre, son calcul et ses interactions avec le BFR et les Capex*. Récupéré sur Formation Lefebvre Dalloz: <https://formation.lefebvre-dalloz.fr/actualite/free-cash-flow-tout-comprendre-son-calcul-et-ses-interactions-avec-le-bfr-et-les-capex>
- LPE Research. (s.d.). *Financial strategy advisory and education*. Consulté le Avril 10, 2026, sur LPE Research: <http://www.lperesearch.com/>
- Luxembourg Stock Exchange. (s.d.). *Market Data : Solvay 3,875% 03/04/2028*. Consulté le Mai 15, 2026, sur LuxSE: <https://www.luxse.com/security/BE6350791073/399734?tab=MARKET>
- Luxembourg Stock Exchange. (s.d.). *Market Data : Solvay 4,25% 03/10/2031*. Consulté le Mai 15, 2026, sur LuxSE: <https://www.luxse.com/security/BE6350792089/399735?tab=MARKET>
- MarketScreener. (s.d.). *Solvay SA Consensus Estimates*. Consulté le Avril 21, 2026, sur MarketScreener: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/SOLVAY-SA-5966/consensus/>
- McClymont, J. (2021, Novembre 16). *What's the difference? Scope 1, 2 and 3 corporate emissions*. Récupéré sur WorkForClimate: <https://www.workforclimate.org/post/whats-the-difference-scope-1-2-and-3-corporate-emissions>
- Morimont, E., Hevia, S., & Dupont, V. (2022, décembre 3). Solvay, responsable d'une vaste pollution aux perfluorés, connaissait la toxicité de ces "produits chimiques éternels" et continue à en utiliser. *RTBF Info*. Récupéré sur <https://www.rtbf.be/article/solvay-responsable-d-une-vaste-pollution-aux-perfluores-connaissait-la-toxicite-de-ces-produits-chimiques-eternels-et-continue-a-en-utiliser-11060652>
- Morningstar. (s.d.). *CAPM ou MEDAF*. Consulté le Avril 14, 2026, sur Morningstar: <https://www.morningstar.fr/fr/glossary/101273/capm-ou-medaf.aspx>
- Olivier, A. (2024, Novembre 14). *Environnement : comment fonctionne le marché du carbone européen ?* Récupéré sur Toute l'Europe: <https://www.touteleurope.eu/environnement/environnement-comment-fonctionne-le-marche-du-carbone-europeen/>
- Pinto, J., Henry, E., Robinson, T., & Stowe, J. (2015). *Equity Asset Valuation*. John Wiley & Sons.
- Qonto. (s.d.). *Return on Equity (ROE)*. Consulté le Février 27, 2026, sur Qonto: <https://qonto.com/fr/glossary/return-on-equity-roe>
- Rédaction L'Express. (2025). La chimie en crise, l'inquiétant effet de contagion qui pèse sur l'Europe. *L'Express*. Récupéré sur <https://www.lexpress.fr/economie/politique-economique/la-chimie-en-crise-linquietant-effet-de-contagion-qui-pese-sur-leurope-RVZGXZI6YFCTFKMGIIY6GGH2LA/>
- Sage. (s.d.). *EBITDA : définition d'un indicateur de rentabilité d'entreprise*. Consulté le Février 10, 2026, sur Sage Advice France: <https://www.sage.com/fr-fr/blog/glossaire/ebitda-definition-dun-indicateur-de-rentabilite-dentreprise/>
- Siemiatycki, H. (2024, Mars 14). *Résultats : Solvay annonce un chiffre d'affaires en baisse de 12% en 2023*. Récupéré sur L'Usine Nouvelle: <https://www.usinenouvelle.com/article/resultats-solvay-annonce-un-chiffre-d-affaires-en-baisse-de-12-en-2023.N2209894>
- Solvay : Activité, capital, dirigeants*. (s.d.). Consulté le novembre 21, 2025, sur Boursier.com: <https://www.boursier.com/actions/societe/profil/solvay-BE0003470755,BE.html>

- Solvay : Assemblée Générale 2025, le dessous des cartes.* (2025, Mai 14). Récupéré sur Humint Advisory: <https://humintadvisory.com/2025/05/14/-solvay-assemblee-generale-2025-le-dessous-des-cartes/>
- Solvay : Rapport Annuel Intégré 2024.* (2025, Avril 3). Récupéré sur Zonebourse: <https://www.zonebourse.com/cours/action/SOLVAY-SA-5966/actualite/Solvay-Rapport-Annuel-Integre-2024-50172264/>
- Solvay. (2023). *Engagements individuels de SOLVAY dans act4nature international*. Bruxelles.
- Solvay. (2023, Décembre 11). *Solvay entame une ère nouvelle après la scission de Syensqo*. Récupéré sur Solvay: <https://www.solvay.com/sites/g/files/srpend616/files/2023-12/FR%20-%20Solvay%20entame%20une%20%C3%A8re%20nouvelle%20apr%C3%A8s%20la%20scission%20de%20Syensqo.pdf>
- Solvay. (2024). *Rapport Annuel Intégré 2023*. Bruxelles.
- Solvay. (2024). *Résultats du quatrième trimestre et de l'année 2023*. https://www.bnains.org/archives/communiques/Solvay/20240313_Communique_resultats_annuels_2023_Solvay.pdf: Solvay.
- Solvay. (2025). *Assemblée générale ordinaire des actionnaires - 13 mai 2025*. Bruxelles. Récupéré sur <https://www.solvay.com/sites/g/files/srpend616/files/2025-05/AGM%202025%20-%20FR.pdf>
- Solvay. (2025). *Rapport Annuel Intégré 2024*. Bruxelles.
- Solvay. (2025). *Rapport financier Deuxième trimestre et premier semestre 2025*. Bruxelles.
- Solvay. (2026). *Rapport Annuel Intégré 2025*. Bruxelles.
- Solvay publie son rapport annuel intégré 2024.* (2025, Avril 3). Récupéré sur Euronext Live: <https://live.euronext.com/fr/products/equities/company-news/2025-04-03-solvay-publie-son-rapport-annuel-integre-2024>
- Solvay SA: Histoire, propriété, mission, comment cela fonctionne & fait de l'argent.* (2025, Février 21). Récupéré sur DCFmodeling: <https://dcfmodeling.com/fr/blogs/history/solbbr-history-mission-ownership>
- Solvay, Ernest.* (s.d.). Consulté le novembre 20, 2025, sur Charleroi Découverte: <https://charleroi-decouverte.be/pages/index.php?id=309>
- Trends-Tendances. (2023, Février 07). *Solvay revend la joint-venture RusVinyl*. Récupéré sur Trends-Tendances: <https://trends.levif.be/entreprises/solvay-revend-la-joint-venture-rusvinyl/>
- Van Campenhout, P. (2023, Décembre 01). *Des générations d'actionnaires familiaux de Solvay toujours solidaires au sein de Solvac : "Nous nous considérons comme idéalement placés"*. Récupéré sur La Libre.be: <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/2023/12/01/des-generations-dactionnaires-familiaux-de-solvay-toujours-solidaires-au-sein-de-solvac-nous-nous-considerons-comme-idealement-places-U5IBAHAMQZBTRPYZ3L2PYX4QRE/>
- Xerfi. (2024). *La fabrication de produits chimiques de base*. Paris. Récupéré sur https://www.xerfi.com/presentationetude/le-marche-de-la-chimie-de-base_CHE09

Zonebourse. (2023, Février 23). *Résultats du T4 et de l'année 2022*. Récupéré sur Zonebourse:
<https://www.zonebourse.com/cours/action/SOLVAY-SA-5966/actualite/Resultats-du-T4-et-de-l-annee-2022-43060101/>

Zonebourse. (s.d.). *Valorisation Solvay SA*. Consulté le Avril 14, 2026, sur Zonebourse:
<https://www.zonebourse.com/cours/action/SOLVAY-SA-5966/valorisation/>

Annexes

Annexe 1 : Calcul du ROE (Return on Equity)

Formule utilisée :

$$ROE = \frac{\text{Résultat net des activités poursuivies attribué aux actionnaires Solvay}}{\text{Fonds propres – Participations ne donnant pas le contrôle}}$$

Calculs :

ROE 2023 (chiffres en M€)

$$ROE = \frac{-37}{1305 - 42} = -2,93\%$$

ROE 2024 (chiffres en M€)

$$ROE = \frac{223}{1404 - 65} = 16,65\%$$

ROE 2025 (chiffres en M€)

$$ROE = \frac{30}{1082 - 62} = 2,94\%$$

Annexe 2 : WACC

Weighted Average Cost of Capital (WACC)			
Equity (mm)			2837
Debt (mm)			2170
Risk-free rate			3,405%
Market risk premium			5,01%
Levered Beta			1,012
Cost of equity			8,48%
Cost of debt			4,042%
Tax rate			25,00%
After-tax Cost of debt			3,03%
E/(E+D)			56,66%
D/(E+D)			43,34%
WACC			6,12%

Annexe 3 : EV/EBITDA : Multiples et médianes annuels

Company name	EV/EBITDA			
	2024	2025	2026E	2027E
Arkema	4,11	5,04	5,00	4,62
BASF	7,33	8,79	8,40	7,57
Clariant	5,68	5,40	5,49	5,11
Elementis Plc	8,68	9,77	9,27	8,73
Evonik	4,62	5,09	4,95	4,86
Kemira	5,86	6,54	6,57	6,16
Lanxess	5,77	6,95	7,00	6,27
Solvay	4,23	5,05	5,49	5,15
	Médiane 2024	5,77		
	Médiane 2025	6,54		
	Médiane 2026	6,57		
	Médiane 2027	6,16		

Annexe 4 : EV/EBIT : Multiples et médianes annuels

Company name	EV/EBIT			
	2024	2025	2026E	2027E
Arkema	7,04	11,17	11,51	10,04
BASF	14,73	19,96	19,04	15,68
Clariant	9,05	8,46	8,90	7,69
Elementis Plc	11,30	11,49	11,24	10,34
Evonik	9,29	11,08	10,79	10,10
Kemira	8,61	10,58	10,85	9,84
Lanxess	66,87 /	/		61,56
Solvay	6,08	7,94	8,88	8,13
	Médiane 2024	9,29		
	Médiane 2025	11,12		
	Médiane 2026	11,05		
	Médiane 2027	10,10		

Annexe 5 : Projections des Free Cash-Flows – Scénario Optimiste

En millions €	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
CA net sous-jacent	5539	4880	4686	4262	4347,24	4564,602	4747,19
<i>Variation</i>					2,00%	5,00%	4,00%
Frais opérationnels nets excluant D&A sous-jacents	4181	3633	3634	3381	3397,905	3482,85	3569,92
<i>Variation</i>					0,50%	2,50%	2,50%
EBITDA sous-jacent	1359	1246	1052	881	949,34	1081,75	1177,26
(-) Amortissements & Dépréciations (D&A) sous-jacents	923	994	362	404	320,00	320,00	320,00
<i>% de CA</i>	16,66%	20,37%	7,73%	9,48%	7,36%	7,01%	6,74%
= EBIT sous-jacent	436	252	690	477	629,34	761,75	857,26
Taux d'imposition	22,40%	26,70%	26,00%	29,70%	25,00%	25,00%	25,00%
= NOPAT (EBIT après impôts)	338,34	184,72	510,60	335,33	472,00	571,31	642,95
(+) Amortissements & Dépréciations (D&A) sous-jacents	923	994	362	404	320,00	320,00	320,00
<i>% de CA</i>	16,66%	20,37%	7,73%	9,48%	7,36%	7,01%	6,74%
(-) Capex	380	450	347	292	300*	387,99	403,51
<i>% de CA</i>	6,86%	9,22%	7,41%	6,85%	8,50%	8,50%	8,50%
(-) Variation du BFR	-576	-78	1	189	65,21	68,47	71,21
<i>% de CA</i>	-10,40%	-1,60%	0,02%	4,43%	1,50%	1,50%	1,50%
= FREE CASH FLOW (FCF)	1457,34	806,72	524,60	258,33	426,79	434,85	488,23

*On obtient 369,52 sur base de nos projections mais plafonné à 300 selon les Perspectives pour 2026 du Rapport Annuel de 2025.

Annexe 6 : Valorisation DCF et calcul du prix par action – Scénario Optimiste

In millions €	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Unlevered FCF	1457,34	806,72	524,60	258,33	426,79	434,85	488,23
Present Value of FCF					402,18	386,14	408,54

<i>TGR</i>							in millions
Terminale Value							12087,20
Present Value of Terminale Value							10114,26

<i>Exit Multiple</i>							in millions
Terminale Value							7369,66
Present Value of Terminale Value							6166,74

Entreprise Value & Share price			
<i>TGR</i>			
Terminale Value			12087,20
Present Value of Terminale Value			10114,26
Sum of PV of FCF			1196,86
Minority interests			62,00
Enterprise Value			11373,11
+ Cash			554,00
- Debt			2170,00
- Minority interests			62,00
- Provisions			776
Equity Value			8919,11
Shares (in millions)			105,876416
Share Price			84,24

Entreprise Value & Share price			
<i>Exit Multiple</i>			
Terminale Value			7369,66
Present Value of Terminale Value			6166,74
Sum of PV of FCF			1196,86
Minority interests			62,00
Enterprise Value			7425,60
+ Cash			554,00
- Debt			2170,00
- Minority interests			62,00
- Provisions			776
Equity Value			4971,60
Shares (in millions)			105,876416
Share Price			46,96

Annexe 7 : Projections des Free Cash-Flows – Scénario Pessimiste

En millions €	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
CA net sous-jacent	5539	4880	4686	4262	4091,52	4009,6896	4049,79
<i>Variation</i>					-4,00%	-2,00%	1,00%
Frais opérationnels nets excluant D&A sous-jacents	4181	3633	3634	3381	3330,285	3363,59	3430,86
<i>Variation</i>					-1,50%	1,00%	2,00%
EBITDA sous-jacent	1359	1246	1052	881	761,24	646,10	618,93
(-) Amortissements & Dépréciations (D&A) sous-jacents	923	994	362	404	320,00	320,00	320,00
<i>% de CA</i>	16,66%	20,37%	7,73%	9,48%	7,82%	7,98%	7,90%
= EBIT sous-jacent	436	252	690	477	441,24	326,10	298,93
Taux d'imposition	22,40%	26,70%	26,00%	29,70%	25,00%	25,00%	25,00%
= NOPAT (EBIT après impôts)	338,34	184,72	510,60	335,33	330,93	244,58	224,20
(+) Amortissements & Dépréciations (D&A) sous-jacents	923	994	362	404	320,00	320,00	320,00
<i>% de CA</i>	16,66%	20,37%	7,73%	9,48%	7,82%	7,98%	7,90%
(-) Capex	380	450	347	292	265,95	260,63	263,24
<i>% de CA</i>	6,86%	9,22%	7,41%	6,85%	6,50%	6,50%	6,50%
(-) Variation du BFR	-576	-78	1	189	122,75	120,29	121,49
<i>% de CA</i>	-10,40%	-1,60%	0,02%	4,43%	3,00%	3,00%	3,00%
= FREE CASH FLOW (FCF)	1457,34	806,72	524,60	258,33	262,23	183,66	159,47

Annexe 8 : Valorisation DCF et calcul du prix par action – Scénario Pessimiste

In millions €	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Unlevered FCF	1457,34	806,72	524,60	258,33	262,23	183,66	159,47
Present Value of FCF					247,11	163,08	133,44

<i>TGR</i>							<i>in millions</i>
Terminale Value							3947,93
Present Value of Terminale Value							3303,53

<i>Exit Multiple</i>							<i>in millions</i>
Terminale Value							3874,48
Present Value of Terminale Value							3242,07

Entreprise Value & Share price			
<i>TGR</i>			
Terminale Value			3947,93
Present Value of Terminale Value			3303,53
Sum of PV of FCF			543,63
Minority interests			62,00
Enterprise Value			3909,16
+ Cash			554,00
- Debt			2170,00
- Minority interests			62,00
- Provisions			776
Equity Value			1455,16
Shares (in millions)			105,876416
Share Price			13,74

Entreprise Value & Share price			
<i>Exit Multiple</i>			
Terminale Value			3874,48
Present Value of Terminale Value			3242,07
Sum of PV of FCF			543,63
Minority interests			62,00
Enterprise Value			3847,70
+ Cash			554,00
- Debt			2170,00
- Minority interests			62,00
- Provisions			776
Equity Value			1393,70
Shares (in millions)			105,876416
Share Price			13,16

Résumé :

L'objectif de ce travail de fin d'études est de déterminer la valeur intrinsèque de l'action Solvay, entreprise belge fondée il y a plus de 160 ans, dont le secteur d'activité est la chimie essentielle. Cet exercice s'inscrit dans un contexte particulièrement complexe pour deux raisons : d'abord, la scission intervenue fin décembre 2023, lors de laquelle Solvay s'est séparée de ses activités de chimie de spécialité pour créer Syensqo. D'autre part, l'environnement géopolitique particulièrement instable lié aux conflits en Ukraine et au Moyen-Orient.

Notre démarche repose sur une analyse fondamentale articulée en trois parties. Premièrement, l'analyse stratégique, qui nous a permis d'établir les forces, faiblesses, opportunités et menaces de l'entreprise. Ensuite, l'analyse financière des résultats du groupe sur la période 2022–2025, qui nous a permis de cerner les variables critiques propres à Solvay. Sur base de ces éléments, nous avons effectué la projection des cash-flows et la valorisation de l'action selon la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF) via le modèle de croissance à l'infini (TGR) et le modèle des multiples de sortie (Exit Multiple), ainsi que la méthode des comparables (EV/EBITDA et EV/EBIT).

Enfin, trois scénarios ont été développés afin d'intégrer les incertitudes futures. Sur base de notre scénario central, un prix cible a été déterminé et une recommandation d'investissement a été formulée.

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN
Louvain School of Management

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve
Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique
Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique
www.uclouvain.be/lsm