

Det 21. århundrede er præget af globale udfordringer, som påvirker både samfundet og os som enkeltpersoner; en aldrende befolkning, overvægt og klimænderinger. For at overkomme disse tendenser har vi brug for effektive værktøjer og bæredygtige løsninger.

Investering i producenten af industrielle gasser, Air Liquide, er et bud på en forretningsmodel, der kan være med til at forbedre den nuværende situation og give investorerne et attraktivt langsigtet afkast. Franske Air Liquide blev tilkøbt i de globale porteføljer i september 2014. Det langsigtede vækstpoteentiale er ikke reflekteret i den nuværende prisfastsættelse, og desuden mener vi, at Air Liquidess robuste forretningsmodel, der i mindre grad er påvirket af konjunkturcyklus, vil bidrage til at øge porteføljernes "downside protection".

Air Liquide er en af de førende på markedet for gasser til såvel industrielle formål som til brug i sundhedsvæsenet. 91% af det samlede salg er industrielle gasser, og den resterende del kommer fra ingeniør- og konstruktionsvirksomhed mv. Selskabet er et globalt selskab og er til stede i flere end 80 lande.

Vækstpoteentialet for industrielle gasser ser meget lovende ud og er blandt andet drevet af flere generelle væksttrends: industrialiseringen og globaliseringen af nye markeder, behov for ren og mere effektiv udnyttelse af energi, en aldrende befolkning og en stigende andel

personer, der lider af kroniske livsstilssygdomme. 60% af Air Liquidess forsknings- og udviklingsbudget er øremærket til de områder, hvor selskabet ser et stort vækstpoteentiale; alternativ gasproduktion, hydrogentankstationer og brændselsceller til lydløse biler, der udleder tæt på ingen forurening, nye terapeutiske gasser der bruges som smertestillende, anæstesi og til at behandle patienter i eget hjem.

### Nye muligheder for en gammel travler

Air Liquide er stiftet i 1902 og tæller i dag som verdens andenstørste producent af industrielle gasser, kun overgået af tyske Linde Group, hvis omsætning er en smule større. Air Liquide har formået at overleve i en omskiftelig verden og har løbende tilpasset sig markedet, hvor de bl.a. har været engageret i at genopbygge infrastrukturen og udvikle produktionsvirksomhederne efter 2. verdenskrig. Selskabet er spredt over mange områder og har aktiviteter lige fra dykning til udforskningen af rummet, hvor Air Liquide bl.a. har designet simulatorer, der kan genskabe forholdene i rummet samt været med til at designe teknologier til affyringsplatforme. I figur 1 ses omsætningen fordelt på geografi samt forskellige kundetyper inden for industrielle gasser, der er Air Liquidess største division. Air Liquide har været børsnoteret på den franske børs i mere end 100 år og har haft blot fem bestyrelsesformænd. I øjeblikket består bestyrelsen af 13 medlemmer, hvoraf de tre er kvinder.

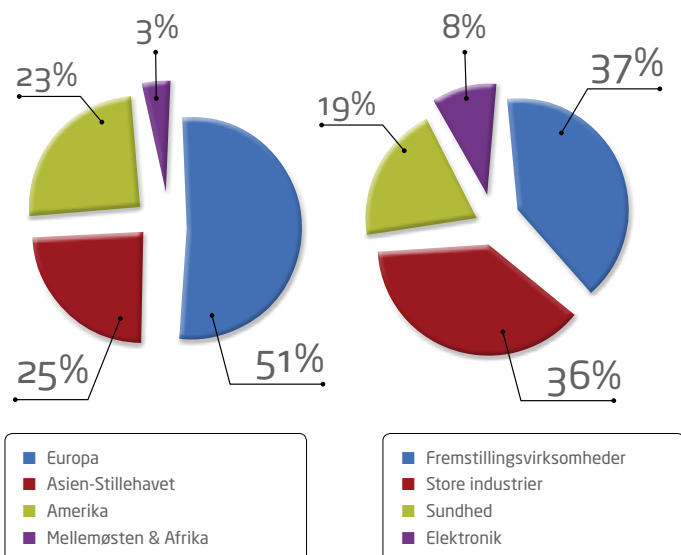
Fra begyndelsen har Air Liquide haft aktiviteter i en og samme branche og kan se tilbage på en virksomhedshistorie med solid vækst. I løbet af de seneste 30 år er omsætningen vokset 6% hvert år, og pengestrømmen fra driftsaktiviteter vokset 7% i gennemsnit årligt. I samme periode er udbytte til aktionærene vokset 10% årligt. Air Liquide opfordrer sine ansatte til ikke kun at arbejde for selskabet, men også at være aktive ejere. Den opfordring har 60% af alle ansatte taget imod ved at blive aktionærer i selskabet.

I øjeblikket er væksten i Air Liquide midlertidig svækket pga. ugunstig påvirkning fra valutakurser, men på mellemlang sigt ser vækstpoteentialet fortsat meget lovende ud og er drevet af verdensomspændende trends, som understøtter Air Liquidess forretningsmodel, nemlig energi, klimaet og sundhed.

### Renere energi og lydløse biler

Den hastige vækst inden for den globale industrialisering samt stigende velstand i vækstmarkederne medfører en stigende energifterspørgsel og kræver tilførsel af flere industrielle gasser. Der er et stort behov for renere løsninger inden for energi i takt med opstramning af klimastandarder. Effektiviteten af den energi der udbydes og mængden af ren energi skal øges – uden at det går ud over livskvaliteten og hæmmer den økonomiske udvikling. Dette er en kæmpe udfordring. På den årlige generalforsamling i Paris d. 7. maj 2014 fremlagde Air Liquidess administrerende direktør Benoît Potier, hvor han de kommende fem år ser de største muligheder for øget omsætning og for

Figur 1 Omsætningen for industrielle gasser, fordelt på geografi og sektorer



at skabe værdi: "i energibranchen [...] energiovergangen, som indebærer væsentlige muligheder for fremtiden, og hvor hydrogenenergi\* er et glimrende eksempel".

Air Liquide er aktiv, når det gælder etableringen af hydrogenenergi-industrien på globalt plan, og hydrogen udgør et stort omsætningspotentiale for selskabet. I efteråret 2014 åbnede Air Liquide nye tankstationer for elbiler med brændselsceller i Danmark og Holland. Selskabet offentliggjorde endvidere planer for, sammen med Toyota, at udbyde en fuldt integreret optankningsinfrastruktur i det nordøstlige Amerika. Tankstationerne udviklet af Air Liquide muliggør en fuld optankning på ca. 3 minutter, med en efterfølgende rækkevidde på 500 km, alt efter hvilken bilmodel der er tale om. Biler med brændselsceller har potentialet til at udkonkurrere de traditionelle elbiler, med

### Fakta om industrielle gasser

Industrielle gasser = gasser der sælges til generelt industrielt forbrug, ofte i store mængder.

Eksempler på industrielle gasser og deres anvendelse:

**OXYGEN** er en vigtig bestanddel i produktionen hos de energiintensive sektorer, f.eks. stål- og aluminiumsindustrien. Oxyfuel processer øger generelt performance og halverer samtidig brændstofforbruget samt drivhusgasser.

**KULDIOXID** bruges i stor udstrækning i fødevarerindustrien, særligt i produktionen af karboniserede drikkevarer som sodavand og dansk vand. Ligeledes bruges stoffet når der skænkes øl fra fad, hvor kuldioxid giver øllen dens kendte skum. Kuldioxid bruges også til at skabe en beskyttet atmosfære, der skal mindske spredningen af mikroorganismer, f.eks. bakterier, svamp, og larver, og findes særligt i korn og brød, hvor produktet tømmes for ilt. Også i brandslukkere tilsættes der kuldioxid.

**HELIUM** fjerner lynhurtigt varme og bruges som en beskyttende atmosfære for fiberoptik og halvleder produktion. Fordi heliums reaktionstid er meget hurtig, bruges gassen også i airbags, der fyldes hurtigt efter sammenstød. Helium er endvidere en vigtig gas indenfor hospitalsbehandling, hvor den f.eks. benyttes ved for tidligt fødte børn, der lider af vejrtrækningsproblemer.

\*hydrogenenergi kan udledes fra mange kilder og findes i flere naturlige råstoffer; vand, biomasse, biogas, naturgas, m.m.

begrænset rækkevidde, der i dag er på markedet. Hydrogenteknologien har utvivlsomt et stort potentiale for Air Liquide, men den administrerende direktør påpeger, at potentialet pt. er større inden for olieindustrien, hvor Air Liquide udbyder løsninger til reduktion af vand og opløsningsmidler i forbindelse med udvindingen af skifergas i USA.

### Øget livskvalitet for de kronisk syge

Air Liquide har en solid position inden for sundhedssegmentet, som udgør 19% af den samlede omsætning. Sundhed er et vækstmåle for Air Liquide. Efterspørgslen efter sundhedsprodukter er drevet af en generelt stigende levealder og en vækst i udbredelsen af kroniske livsstilssygdomme. De kroniske sygdomme, som stammer fra usunde kostvaner, rygning og inaktivitet, er et stigende problem i de fleste lande. Mange patienter med kroniske sygdomme tvinges til at tilbringe meget tid på sygehuset for at blive behandlet til stor last for den enkeltes livskvalitet, men er også en stor belastning for det i forvejen pressede offentlige sundhedssystem.

Air Liquide har udviklet og tilbyder produkter der muliggør behandling i eget hjem. Det giver en større uafhængighed og øget livskvalitet for patienterne. I øjeblikket behandles 1 million personer på globalt plan derhjemme, hvor behandlingen kræver medicinsk udstyr til respiratorisk assistance, intravenøs behandling eller særlig ernæring. Udover disse former for udstyr tilbyder selskabet også gasser til medicinsk brug, f.eks. som smertestillende, anæstesi og til forbedring af åndedrætsfunktionen. Air Liquide besidder ligeledes ekspertise inden for desinfektion på hospitalerne, hvor en bred vifte af desinficerende produkter kan reducere risikoen for spredning af infektioner og pandemi.

### Industrielle gasser, en stabil forretningsmodel

Industrielle gasser er et godt eksempel på en industri, der har de karakteristika de fleste investorer leder efter; højt og stabilt afkast på den investerede kapital, på trods af at industrien er relativ kapitaltung, og gode muligheder for at reinvestere indtjeningen i profitable projekter, der kan skabe den fremtidige vækst. >>



>> Industrielle gasser får den moderne verden til at dreje rundt, og spiller en rolle i næsten alt hvad vi forbruger, fra energi og fødevarer til elektroniske gadgets, og er en essentiel bestanddel i den industrielle produktion, når det gælder om at højne produktiviteten. Kunderne er spredt over et bredt spektrum af industrier, som f.eks. kemi, stål, glas, elektronik, papir, svejsning, fødevarer og sundhed, hvilket reducerer påvirkningen fra industrispecifikke nedture.

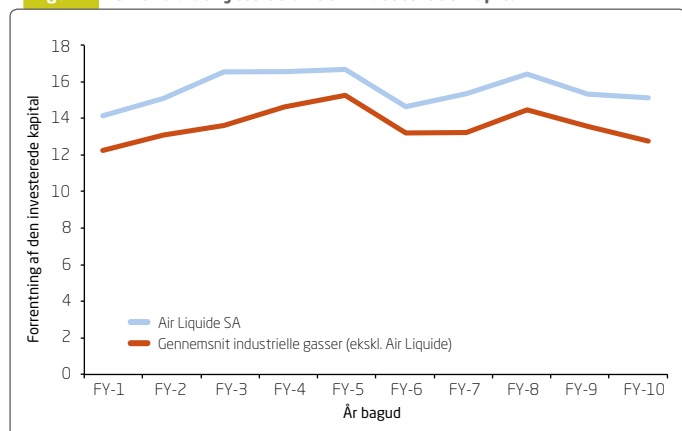
Ved at fokusere globalt har de store selskaber inden for industrielle gasser reduceret effekten af den økonomiske udvikling på de forskellige markeder. Industrien for industrielle gasser har oplevet stærk konsolidering over de seneste par år. De største selskaber har et lavt omkostningsniveau og lettere ved at skaffe billig finansiering på det globale låne marked i forhold til mindre aktører. Dette fungerer som en betydelig barriere for nye lokale konkurrenter, der gerne vil ind på markedet.

Industriens defensive karakter og lave korrelation med den generelle økonomiske udvikling skyldes også, at en forholdsvis stor andel af salget sker igennem langsigtede brug-eller-betal kontrakter fyldt med klausuler, der indgås i forbindelse med on-site opgaver hos kunden. Udsving i omkostninger og energipriser gives videre til kunden, lige meget hvor meget eller lidt gas der produceres. Der indgås lange kontrakter (som regel 15-årige) fordi Air Liquide og andre producenter, sammen med kunderne, investerer store summer i produktionen af industrielle gasser. Lange kontrakter og kunder der er tvunget til at betale omkostningerne, lige meget om de benytter ydelserne eller ej, resulterer i stabil indtjening og reducerer risikoen under en økonomisk afmatning.

### Bæredygtig værdiskabelse


Selvom industrielle gasser er en relativ kapitaltung industri, ligger afkastet af investeret kapital for de store spillere, herunder Air Liquide, på et højt niveau. At dømme ud fra den historiske udvikling har Air Liquides ledelse truffet fornuftige investeringsbeslutninger, der balancerede afkastet til aktionærerne uden at sætte vækstmulighederne på spil.

**Figur 2 Effektiv udnyttelse af den investerede kapital.**



**Kilde:** VIAM beregninger baseret på data fra Bloomberg. Forrentning af den investerede kapital er defineret som: ((driftsresultat / (bogført egenkapital + gæld)).

**Air Liquide**  
www.airliquide.com



|  |   |
|--|---|
| <b>Hjemsted</b>                        | Frankrig  |
| <b>Etableringsår</b>                   | 1902  |
| <b>Antal ansatte</b>                   | 50.250  |
| <b>Divisioner</b>                      | Store industrier ( <b>33%</b> ), Fremstillingsvirksomheder ( <b>33%</b> ), Medicinal ( <b>18%</b> ), Elektronik ( <b>7%</b> ), Ingenør og Teknologi ( <b>5%</b> ) og andre aktiviteter ( <b>4%</b> )  |
| <b>Omsætningen, geografisk Styrker</b> | Europa ( <b>51%</b> ), Amerika ( <b>23%</b> ), Asien-Stillehavet ( <b>23%</b> ), Mellemøsten & Afrika ( <b>3%</b> ). Industrien understøttes af fordelagtige trends som f.eks. energi, klima og sundhed samt vækst i nye markeder. Langsigtede kontrakter og gode kundeforhold. |
| <b>Svagheder</b>                       | Sensitivitet ift. økonomisk og industriel afmatning samt valutapåvirkning.  |
| <b>Muligheder</b>                      | Stigende miljø- og klimabeskyttelse og lovgivning. Efterspørgsel efter renere energikilder. Stigende og aldrende befolkning med kroniske sygdomme. Krav til bedre livskvalitet til ældre, hvor hjemmebehandling er en mulighed.   |
| <b>Trusler</b>                         | Større landerisikoer i nye markeder. Højere transport- og opbevaringsomkostninger inden for industrien.   |

|  |   |
|--|---|
| <b>Omsætning 2013/14</b>                                   | EUR 15.225.000.000 <span style="color: green;">↑</span> 3,1% i.f.t 2012 |
| <b>Markedsværdi inkl. gæld</b>                             | EUR 43.385.405.515  |
| <b>Forventet driftsresultat (EBIT) 2014/15</b>             | EUR 2.319.768.000   |
| <b>Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed</b> | 5,3% (Earnings Yield) inkl. vækst                                       |
| <b>Global, vægтет 10 årig statsrente<sup>(1)</sup></b>     | 1,7%  |
| <b>Merafkast for virksomhedsejeren</b>                     | 3,6% point  |

Indtjeningsstabilitet: Meget høj Høj Mellem Lav Meget lav

(1) Global, vægтет 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægтет sammen i f.t. MSCI Verden Aktier's vægtnings landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast. Tallene gælder hele koncernen, inkl. Ingenør og Teknologi, der udgør 5%.

Air Liquide har tjent et stabilt og højt afkast på den investerede kapital, på trods af høje investeringer. Forrentningen af den investerede kapital har ligget på gennemsnitligt 14,9% de sidste ti år, med en lav volatilitet på kun 5,8% (variationskoefficient) – den laveste i forhold til sammenlignelige selskaber. Alt i alt vurderes det, at Air Liquide har et solidt fundament for at skabe værdi til selskabets aktionærer.

### Prisfastsættelse og fremtidsudsigter

Hvis den forventede vækst i driftsresultatet for næste regnskabsår blev sat til 0%, dvs. ingen vækst, handles Air Liquide til en *Earnings Yield* (jf. Begreber) på 5,3% og prisfastsættelsen ville være 66% ift. pris/Fair Value. Udover robustheden af Air Liquides forretningsmodel er selskabets målsætning at levere et profitabelt, langsigtet vækstpotentiale til sine aktieejere, hvor salget burde stige i gennemsnit 5-7% per år, i et marked der stiger 4-5% per år. For at opnå dette har Air Liquide udarbejdet en ambitiøs femårig investeringsplan på ca. 10 milliarder euro, inklusive opkøb, der skal sikre en afkastningsgrad (investerede kapital) på 11-13%. Yderligere vækstdrivere for selskabet i fremtiden er energiomstillingen, eSundhed og digital mobilitet. Lykkedes dette, er den nuværende prisfastsættelse for konservativ, og afkastpotentialet vil stige betydeligt. Foreningen tror, at Air Liquide er godt positioneret til at levere et solidt langsigtet afkast til de globale porteføljer, og samtidig yde en god beskyttelse mod tab i tilfælde af en økonomisk forværring. ■