

CASES



Case af Foreningens investeringsrådgiver

AIR LIQUIDE – en del af den globale "luft"

Air Liquide er et veldrevet selskab med en historie på mere end 100 år inden for produktion, markedsføring og salg af ædelgasser – både industrielle og medicinske. Disse gasser anvendes i næsten alle dele af det moderne samfund og spiller en vigtig rolle i næsten alt, hvad vi bruger fra energi og fødevarer til elektroniske gadgets.

➔ Air Liquide blev grundlagt i 1902 af to unge forskere med speciale i fysik og industriel kemi fra et forskningsinstitut i Paris. Efter at have eksperimenteret et par år i en garage, lykkedes det for dem at fremstille flydende ilt. Selskabet blev noteret på børsen i Paris i 1913 og udviklede sig hurtigt til en global forretning med en diversificeret kundebase. Den internationale ekspansion var drevet af lokal produktion, da gasser er vanskelige at transportere.

I begyndelsen af 1950'erne foretog selskabet en række forbedringer, som for eksempel lagring af flydende gas i kryogene beholdere, der muliggjorde transport af store mængder af gasser ad landevejen eller jernbanen.

I starten af 1960'erne ekspanderede Air Liquide sin kapacitet ved at forbinde produktionsenheder via rørledninger. Selskabets produktion steg ti-fold som følge af øget efterspørgsel fra store industrier, i første omgang efter levering af ilt til stålfremstilling og senere efter nitrogen til kemikalieindustrien. Selskabets relationer til kunderne inden for de tunge industrier er karakteriseret ved kontrakter på 15 år eller længere.

For så vidt angår sundhedssektoren, leverede Air Liquide oprindeligt kun ilt til hospitaler, men i 1990'erne ændrede selskabet strategi for også at specialisere sig inden for medicinske gasser. Der lanceredes herefter en hjemmepleje division, der indledte forskning og udvikling af terapeutiske gasser, der anvendes til anæstesi, intensiv pleje og smertebekæmpelse.

Efter 2010 har Air Liquide investeret i store brintproduktionsfaciliteter. Selskabet har etableret brintladestationer i USA, Japan, Frankrig, Tyskland, Belgien, Danmark* og Holland og er dermed også en vigtig medspiller for bilindustriens salg af elbiler.

I 2016 gennemførte Air Liquide fusionen med Airgas med succes og opnåede i den forbindelse et omfattende distributionsnetværk samt landsdækkende tilstedeværelse i USA.

Air Liquide er i dag verdensledende inden for gasser, teknologier og tjenester til industri- og sundhedssektorerne. Selskabet er repræsenteret i 80 lande med ca. 67.000 ansatte og betjener mere end 3,7 mio. kunder og patienter.



Benoît Potier, CEO

” We must always believe in the future and, more than ever, invent it.

Benoît Potier, Chairman and Chief Executive Officer

Brancheperspektiv

Industrigas sektoren er begunstiget af medvind fra en række globale megatrends: energi- og miljøændringer, outsourcing af industriel gasproduktion, stigende velstand på vækstmarkederne, ændringer i sundhedssektoren og digitalisering. I de seneste 10 år har sektoren udvist lavere udsving i indtjeningen end det globale marked (ekskl. Finans) og klassificeres som A-risikokategori efter Foreningens risikomodell. Generelt set har Industrigas sektoren manøvreret smidigt gennem svingningerne i den globale økonomi ved at indgå langsigtede partnerskaber på typisk 15 år med store industrikunder. Disse langsigtede kontrakter inkluderer "take-or-pay"-klausuler og indekserede

* Den nordiske forbindelse: Air Liquide har siden 1970 ved opkøbet af aktiemajoriteten af Dansk Ilt & Brint og senere fusion med og fortsættelse som Hede Nielsen i '90'erne været en del af den danske "luft". I 2001 blev Air Liquide 100% ejer af Hede Nielsen og opererer i dag i Danmark under navnet Air Liquide Danmark. Air Liquide indviede i 2018 HyBalance, et pilotprojekt for produktion af kulstoffri brint. Samlet set er Air Liquide repræsenteret i Norden som følger:

- Ca. 500 medarbejdere
- Mere end 50 arbejdspladser (produktion, fyldning, salg og administration)
- Mere end 50.000 kunder
- Ca. 400 forhandlere, salgssteder og gasdepoter
- Omsætning ca. 197,4 mio. € (2019)



- ▶ energiomkostninger som industripraksis. Dette er et resultat af selskabets forhold til kunderne lokalt og udgør en vigtig faktor i stigningen i indtjeningsstabiliteten for et selskab som Air Liquide.

Industrigassectoren betjener også sundhedssektoren, herunder hospitaler, klinikker og millionvis af patienter over hele verden i deres egne hjem. Dette er en stærkt reguleret forretning, der kræver sofistikerede informationssystemer, hvilket således også fungerer som effektive adgangsbarrierer.

Sektoren er meget indtjeningsstabil og har en solid track record på værdiskabelse for sine ejere. I de seneste 25 år har merafkastet af den investerede kapital været relativt stabilt og befundet sig langt over sektorens kapitalomkostninger.

Selskabets position i branchen

I den seneste 15-års periode har den forretningsmodel, som de fleste globale industrigasproducenter har fulgt, vist sig modstandsdygtig og fleksibel og således konsekvent givet et merafkast af den investerede kapital over kapitalomkostningerne. I Air Liquides tilfælde ser tallene endnu bedre ud. En stor del af selskabets samlede omsætning er et resultat af deres lokale kundeforhold, hvilket øger indtjeningsstabiliteten. Air Liquide har en imponerende 28 år lang track record på opnåelse af et højere merafkast end sektoren og markedet.

Effekten af den store globale fusion med Airgas er endnu ikke slået igennem i Air Liquides resultater. Endvidere forventes ny forretning at blive realiseret via det potentielle nye massemarked for industrielle gasser, herunder brint, til bekæmpelse af klimaændringer. Eksempelvis eksisterer brintteknologien til tog, og Air Liquide er leveringsdygtig i brint til sådanne emissionsfrie tog. I 2019 annoncerede det franske jernbaneselskab SNCF en ordre fra staten på 15 emissionsfrie regionale tog til erstatning af forurenende dieselmodeller.

ESG (Environmental, Social & Corporate Governance)

ESG er en integreret del af Air Liquides virksomhed. Selskabet har nedsat et udvalg for miljømæssige og sociale forhold under ledelse af et af selskabets bestyrelsesmedlemmer, der har ansvar for tilsyn

med selskabets ESG-aktiviteter. Endvidere er selskabet kendt for sine stærke ledelsesmæssige forhold, hvilket nedbringer den samlede ESG-risiko. Air Liquide har et af de største CO₂-udslip blandt de globale selskaber. Selskabet beregner sit aftryk ved at inkludere sine kunders udslip. Da CO₂ er væsentlig faktor for selskabet, offentliggør det løbende data herpå og søger ud fra nøje tilrettelagte programmer og handlinger at reducere det samlede CO₂-udslip af sine kerneaktiviteter. CO₂-udslip og arbejdsmiljø er vigtige ESG-problemstillinger for selskabet.

På trods af ESG-nøgleområder, der kræver stor opmærksomhed, skønnes Air Liquides samlede indsats herpå ikke at belaste selskabet i økonomisk retning.

Nøglepunkter

- Industrielle gasser er vigtige i næsten alle dele af det moderne samfund og spiller en rolle i næsten alt, fra det vi spiser til elektroniske gadgets og sundhedspleje i hjemmet (åndedrætspleje uden for hospital)
- Industriegasser er vanskelige at håndtere. Den nødvendige kompetence og viden om, hvordan man behandler og anvender industrielle gasser, tjener som effektive adgangsbarrierer
- Industriegasser udgør kun en mindre del af kundernes omkostningsstruktur, men de er vigtige for pålideligheden og effektiviteten i kundernes produktionsprocesser
- Kundebasen, der er fordelt på mange sektorer (kemikalier, stål, glas, elektronik, papir, svejsning, fødevarerforarbejdning, sundhedspleje) er meget diversificeret med begrænset forhandlingsstyrke
- Industriegasser handles med meget få undtagelser ikke internationalt, og prisfastsættelse sker derfor generelt på nationalt eller lokalt plan for at afspejle lokale produktionsomkostninger, herunder genindvindings-, distributions- og administrationsomkostninger
- Global konsolidering inden for branchen med flere fusioner i de senere år skaber et oligopolmiljø

De faktorer, der driver omsætningsvæksten for de industrielle gasproducenter, er også kilder til risici. Som globalt selskab kan internationale risici, begivenheder og omstændigheder påvirke forretningen



ESG

ESG er en integreret del af Air Liquides virksomhed, der er kendt for sine stærke ledelsesmæssige forhold, hvilket nedbringer den samlede ESG-risiko.

Fotos: Air Liquide ©



Risikokategori

Som aktionær og ejer af et selskab er den risiko, vi er bekymrede for, forbundet med udsving i indtjeningen.

Hvor hurtigt og sikkert er det, at vi kan få vores penge tilbage fra den fremtidige indtjening. Foreningen har etableret fem risikokategorier: A, B, C, D og E, hvor A indeholder de mest indtjeningsstabile selskaber og E de mest cykliske selskaber. Alle selskaber i vores globale univers er blevet klassificeret i en af disse fem risikokategorier. For at mindske og begrænse kurstabsrisikoen i porteføljen, skal mindst 2/3 af porteføljen til enhver tid være investeret i risikokategorierne A, B og C.

negativt til trods for kundernes mangfoldighed og det faktum, at selskabet er aktivt på vidt forskellige områder.

I lighed med langt de fleste andre selskaber er Air Liquides forretningsmodel også blevet sat på prøve under Covid-19 pandemien. Som globalt selskab mærkede Air Liquide hurtigt effekten af krisen, der udsprang i Kina, og tilpassede hurtigt sine andre markeder hertil. Diversificeringen af kunder var fordelagtig, da nogle sektorer klarede sig bedre end andre, og større kunder modstod krisen bedre end mindre. Halvleder-industrien, der har en stærk forsyningskæde, formåede at opretholde en næsten normal forretning. Strukturen i Air Liquides kontrakter skånede selskabet for de mest brutale slag i forbindelse med nedlukningen af forretningsaktiviteter. Selvom volumen går ned, skal mindre kunder fortsat betale de månedlige gebyrer til Air Liquide, og store kunder har en "take-or-pay" klausul i deres kontrakter og skal betale 60-70% uanset omstændighederne. Denne forretningsmodel giver stabilitet.

Investeringsrationale

Efter de seneste års konsolidering i branchen har industrielle gasser kun tre store globale aktører tilbage: Air Liquide, Linde og Air Products & Chemical Inc. De mindre lokale aktører, herunder japanske Air Water, udgør mindre end en fjerdedel af Air Products' markedsværdi. Samtidig åbner industrien op for en grønnere fremtid med sin ekspertise inden for brintmobilitet og bekæmpelse af klimaforandringer via kulstofopsamling.

Den industrielle gasindustri skønnes at give investorerne en meget attraktiv mulighed for at deltage i denne globale konsoliderede industri med en modstandsdygtig, tidstestet forretningsmodel, som konsekvent har genereret et merafkast af den investerede kapital i forhold til kapitalomkostningerne, som tilfældet er med Air Liquide. Fremtidig vækst og brugen af industrigasser har potentiale til at ændre miljøet og dermed bistå menneskeheden på langt sigt. Den globale konsolidering af industrien og det begrænsede antal globale aktører i branchen understøtter stabiliteten i Air Liquide og den industrielle gasindustri over hele verden.

Indtjeningen anvendes til at skabe organisk vækst, produktivitetsforbedringer, udbytte, tilbagekøb af aktier og endelig til at fortsætte konsolideringsprocessen, hvor de seneste eksempler er overtagelsen af EMFCO "Exotic Metals Forming Company LLC" i september 2019 og LORD i oktober 2019.

Værdiansættelse

Historisk har Industrigassektoren været meget modstandsdygtig overfor turbulente tider og generelt genereret et sundt merafkast af investeringerne over flere konjunkturcyklusser. Potentialet for at tjene et merafkast over kapitalomkostningerne er fremadrettet betydeligt højere i sektoren end for det globale marked. De defensive egenskaber stammer fra det faktum, at sektoren har høje adgangsbarrierer, og en stor del af selskabernes forretning er baseret på stabile, langsigtede forretningskontrakter, hvilket giver en høj grad af tilbagevendende salg. Den seneste konsolidering af sektoren skønnes også være en vigtig medvirkende faktor hertil. Industrielle gasproducenter som Air Liquide har placeret sig i toppen af i en meget attraktiv del af værdikæden, hvor en stor del af værdien skabes.

Air Liquide er prisfastsat til en Earnings Yield på 4,7%, hvilket er noget lavere end den samlede porteføljes Earnings Yield på 6,9%. Vi har ikke desto mindre fortsat tiltro til selskabet på baggrund af dets økonomiske og bæredygtighedsmæssige fremtidsudsigter. ●

Air Liquide

www.airliquide.com

Hjemsted

Frankrig



Etableringsår

Grundlagt i 1902 af Georges Claude og Paul Delorme i Paris, Frankrig.

Antal ansatte

Selskabet er repræsenteret i 80 lande med ca. 67.000 ansatte.

Produkter

Verdensledende inden for gasser, teknologier og tjenester til industri- og sundhedssektorerne.

Omsætningen fordelt på segment

Omsætningen stammer fra USA 40%, Europa 34%, Fjernøsten 23% og Mellemøsten og Afrika 3% og vedrører mere end 3,7 mio. kunder og patienter.

Styrker

Kundebasen, der er fordelt på mange sektorer (kemika-

ler, stål, glas, elektronik, papir, svejsning, fødevarerforarbejdning, sundhedspleje), er meget diversificeret med begrænset forhandlingsstyrke.

Svagheder

De faktorer, der driver omsætningsvæksten for de industrielle gasproducenter, er også kilder til risici.

Muligheder

Industrielle gasser er vigtige i næsten alle dele af det moderne samfund og spiller en rolle i næsten alt, fra det vi spiser til elektroniske gadgets og sundhedspleje i hjemmet (åndedrætspleje uden for hospital).

Trusler

Som globalt selskab kan internationale risici, begivenheder og omstændigheder påvirke forretningen negativt til trods

for kundernes mangfoldighed og det faktum, at selskabet er aktivt på vidt forskellige områder.

Omsætning 2019

EUR 22.121.000.000

Stigning på 4,3% fra 2018

Markedsværdi inkl. gæld

EUR 79.776.177.478

Forventet driftsresultat (EBIT) 06/2020

EUR 3.733.404.000

Driftsresultat (EBIT) ift. den gældfri virksomhed 4,7% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾ 0,6%

Merafkast for virksomhedsejeren 4,1 point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj

(1) Global, vægтет 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægтет sammen i ft. MSCI Verden Aktier's vægtning landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.