

## AIR LIQUIDE

Comprar

## 2020: resiliencia y rentabilidad

Aránzazu Cortina

## Datos Básicos

Precio Objetivo (€): 146,7

Precio Mercado (€): 134,75

Potencial: 8,8%

Capitalización (M €): 63.542

Nº Acciones (M.): 471,6

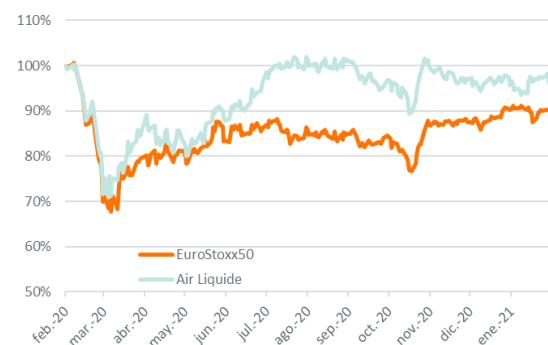
Alto/Bajo 12M (€): 140 / 93,09

Cód. Reuters / Bloomberg: AIRP.PA / AI FP

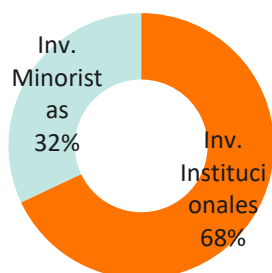
Pples datos	2020e	2021e	2022e
Bº Neto Atribuible	2.435	2.540	2.765
% inc.	8,6%	4,3%	8,9%
EBIT Recur.	3.789	3.991	4.276
Mrg. %	18,5%	18,6%	19,1%
BPA (€)	5,2	5,4	5,9
% inc.	8,5%	4,3%	8,9%
DPA	2,8	3,0	3,3
% inc.	1,9%	9,7%	10,8%

Ppales ratios	2020e	2021e	2022e
PER (x)	26,1	25,0	23,0
VE/EBITDA (x)	12,9	12,6	11,8
Rentab. Dividendo (%)	2,0%	2,2%	2,5%

## Evolución bursatil (1 año)



## Accionariado



Los resultados del 2020 han sido una muestra de la resiliencia de los negocios de Air Liquide, con mejora de margen EBIT recurrente, reducción de DFN (que supone 2x EBITDA) y una propuesta de incremento de dividendo (2,75€/acc. +1,9% a/a). Si bien es cierto que el objetivo de alcanzar un ROCE superior al 10% se traslada hacia 2023-24 (desde 21-22 anterior), en 2020 se mantienen en niveles de 8,6% en línea con 2019.

Air Liquide es líder en gases industriales y de salud, lo que le sitúa en una buena posición de cara a las oportunidades de inversión en la transición energética. Revisamos nuestras estimaciones y valoración a Comprar (desde Neutral), P. Obj: 146,7€/acc (vs 140€/acc.).

:: **2020 muestra de resiliencia y rentabilidad.** Principales cifras 2020 frente a consenso (Reuters): Ventas 20.485M€ (-6,5% a/a, -1,3% comparable) vs 20.420M€ est.; EBIT recurrente 3.790M€ (-0,1% a/a, +3,6% comparable) vs 3.685M€ est. y BNA 2.435M€ (+8,6% a/a) vs 2.348M€ est. y 2.341M€ en términos recurrentes (+1,5% a/a). **Destacamos dos aspectos: (1) mejora el margen EBIT recurrente al 18,1% ex-energía (+80pb vs 2019 aunque la compañía anticipa que una parte de esta mejora, unos 20pb, son temporales por el descenso de costes como viajes); (2) La DFN, se reduce hasta 2x DFN/EBITDA vs 2,3x en 2019 incluyendo arrendamientos.** Propondrán un dividendo de 2,75€/acc. (+1,9% a/a), Pay-Out del 55%.

:: **Posicionado para aprovechar el crecimiento.** Air Liquide es líder en gases (como oxígeno, hidrógeno o nitrógeno) y servicios para la industria y la salud, lo que le sitúa en buena posición hacia la transición energética. A finales de 2020 la compañía estima oportunidades de inversión en torno a 3.100M€, de las cuales el 44% se relacionan con la transición energética y el 17% con electrónica (vs 25% y 14% a finales de 2019). Recientemente anunciaba un acuerdo con Siemens Energy para el desarrollo de la tecnología de electrolizadores.

:: **Guías 2021, mejoras adicionales en margen operativo.** Proyectan un incremento adicional del margen operativo y crecimiento en Beneficio neto recurrente, a tipos de cambio constantes, bajo un escenario de confinamientos locales limitados y recuperación en la segunda mitad de año. Las perspectivas de recuperación de rentabilidad eran volver a niveles de ROCE superiores al 10% (vs 9% en 2020 ó 8,6% en términos recurrentes igual que en 2019) **objetivo se mantiene, aunque se retrasa hacia 2023-24** (vs 2021-22 anterior), lo que refleja el impacto de la crisis y una mayor política de inversiones. En este sentido, destaca que numerosos proyectos vinculados al cambio climático como el desarrollo de Energía de Hidrógeno.

:: **Recomendación Comprar. P. Obj: 146,7€/acc. (desde 140€/acc.)**

Estimamos un crecimiento del 3,9% en TAAC 2020-25E en Ingresos y un margen EBIT al 19,7% en 2024 vs 18,5% en 2020. El ROCE de la compañía alcanzaría el 10,7% en 2023E. La compañía está cotizando a unos múltiplos algo ajustados de 25,0x PER y 12,5x EV/EBITDA, pero la resiliencia y rentabilidad de sus actividades, unido a su buen posicionamiento hacia nuevas tecnologías, nos han llevado a mejorar nuestro crecimiento a largo plazo 2,2% (desde 2%) y **recomendación Comprar** (desde Neutral) **Precio Objetivo 146,7€/acc. (desde 140€/acc.).**

Cifras en millones de euros

### Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
Ingresos netos	21.920	20.485	21.494	22.376	23.285	24.099	24.828	3,9%
<b>EBITDA</b>	<b>5.932</b>	<b>5.927</b>	<b>6.025</b>	<b>6.330</b>	<b>6.591</b>	<b>6.812</b>	<b>6.900</b>	<b>3,1%</b>
Mgn. EBITDA (%)	27,1%	28,9%	28,0%	28,3%	28,3%	28,3%	27,8%	
<b>EBIT Recurr.</b>	<b>3.794</b>	<b>3.789</b>	<b>3.991</b>	<b>4.276</b>	<b>4.519</b>	<b>4.747</b>	<b>4.900</b>	<b>5,3%</b>
Mgn. EBIT (%)	17,3%	18,5%	18,6%	19,1%	19,4%	19,7%	19,7%	
<b>BNA</b>	<b>2.242</b>	<b>2.435</b>	<b>2.540</b>	<b>2.765</b>	<b>2.943</b>	<b>3.131</b>	<b>3.267</b>	<b>6,1%</b>

### Resumen Balance de Situación

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
Activo No Corriente	37.699	35.702	35.919	36.115	36.043	35.977	35.977	
Activo Corriente	4.910	4.440	4.609	4.737	4.897	5.058	5.189	3,2%
Caja e IFT	1.057	1.836	1.662	1.900	2.447	3.040	3.596	14,4%
<b>Total Activo</b>	<b>43.667</b>	<b>41.977</b>	<b>42.189</b>	<b>42.752</b>	<b>43.387</b>	<b>44.076</b>	<b>44.762</b>	<b>1,3%</b>
PN	19.324	19.004	20.344	21.793	23.272	24.816	26.359	6,8%
Deuda Financiera	14.730	13.588	12.588	11.588	10.588	9.588	8.588	-8,8%
Pasivo no corriente	4.948	4.606	4.606	4.606	4.606	4.606	4.606	
Pasivo corriente	4.664	4.778	4.651	4.766	4.921	5.065	5.209	1,7%
Total RR.PP y Pasivo	<b>43.667</b>	<b>41.977</b>	<b>42.189</b>	<b>42.753</b>	<b>43.387</b>	<b>44.075</b>	<b>44.763</b>	<b>1,3%</b>

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

### Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
<b>EBIT</b>	4.276	4.519	4.747	4.900	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-1.090	-1.152	-1.210	-1.250	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.186	3.367	3.536	3.651	
+ Amortizaciones	2.054	2.072	2.065	2.000	
- Inversiones en circulante	-14	-4	-17	12	
- Inversiones en activos fijos	-2.250	-2.000	-2.000	-2.000	
<b>= Flujo de Caja Libre</b>	<b>2.976</b>	<b>3.435</b>	<b>3.585</b>	<b>3.662</b>	<b>91.507</b>

WACC 6,29%  
g 2,20%

Valor Grupo 83.375

- Deuda Neta -10.927

- Prov. & Otros -2.734

- Minoritarios -559

Valor Fondos Propios 69.155

Nº acciones 472

**Valor Acción 146,7**

#### Método de valoración:

Nuestro Precio Objetivo se establece en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'22e implícito

25,0

EV/EBITDA'22e implícito

13,2

### Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%
5,5%	150,6	158,9	168,1	178,4	189,9	202,9	217,7	234,8	254,5
5,7%	142,1	149,6	157,9	167,0	177,2	188,7	201,6	216,4	233,3
5,9%	134,4	141,2	148,6	156,8	165,9	176,1	187,5	200,4	215,0
6,1%	127,3	133,5	140,2	147,6	155,8	164,9	175,0	186,3	199,1
6,3%	120,8	126,4	132,6	139,3	146,7	154,8	163,8	173,9	185,1
6,5%	114,8	120,0	125,6	131,7	138,4	145,7	153,8	162,8	172,7
6,7%	109,3	114,0	119,2	124,8	130,8	137,5	144,8	152,8	161,7
6,9%	104,2	108,5	113,3	118,4	123,9	130,0	136,6	143,8	151,8
7,1%	99,4	103,4	107,8	112,5	117,6	123,1	129,1	135,7	142,9

## INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS :

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías](#).

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director

Rafael Alonso – Bancos

Pilar Aranda – Petróleo

Pedro Echeguren – Farma & Salud

Juan Tuesta – Construcción & Tecnología

Juan Moreno – Inmobiliarias

Aránzazu Bueno – Eléctricas

Aránzazu Cortina – Industriales

Luis Piñas – Consumo Básico

Esther Gutiérrez de la Torre – Autos

Elena Fernández – Trapiella – Consumo Dis.

Eduardo Cabero - Seguros

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo: Macroeconomía, Estrategia de Inversión, Bonos, Divisas, Fondos de Inversión, ETFs, Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.