

## Convictions de qualité – Linde PLC

*Inclusion dans la stratégie d'actions mondiales*

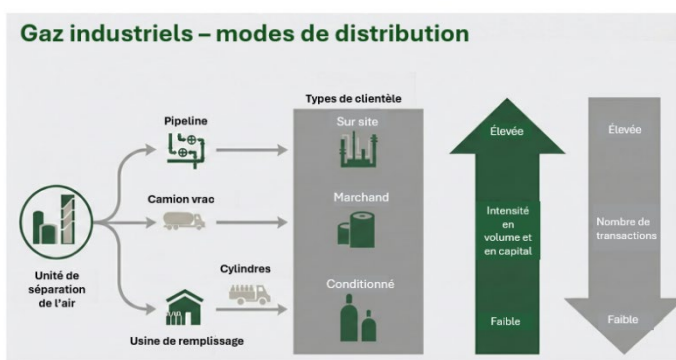
### • Points clés

- Les gaz industriels constituent une infrastructure hyperlocale essentielle, desservant de nombreuses industries, renforcée par des barrières élevées à l'entrée, des contrats de plusieurs décennies et des réseaux de pipelines quasi monopolistiques.
- Linde plc est l'acteur dominant du secteur, bénéficiant d'un avantage d'échelle, d'une allocation du capital rigoureuse et de mécanismes tarifaires résilients fondés sur des contrats « take-or-pay » et la répercussion des coûts.
- La prime de valorisation de Linde est à son plus bas niveau depuis dix ans, ce qui offre un point d'entrée potentiellement intéressant.

## Les gaz industriels : l'infrastructure silencieuse derrière l'économie industrielle moderne

Les gaz industriels occupent une place comparable à celle des pipelines dans l'énergie ou des centres de données dans l'IA : invisibles, indispensables et profondément ancrés dans la chaîne de valeur. Qu'il s'agisse d'oxygène vital pour les hôpitaux, de dioxyde de carbone alimentaire pour les boissons, de gaz de haute pureté destinés à l'électronique et à la fabrication de semi-conducteurs, ou encore d'hydrogène pour les carburants propres, l'industrie soutient une multitude de secteurs. Sans ces gaz, des secteurs entiers seraient immédiatement paralysés. À mesure que les systèmes mondiaux progressent vers la décarbonation et l'électrification, ces entreprises dites "ennuyeuses" se retrouvent de plus en plus au cœur des transitions techniques les plus exigeantes en cours.

La production commence généralement par la séparation des composants des hydrocarbures (principalement du gaz naturel) ou de l'air ambiant — un intrant abondant et au coût quasi nul. Ce procédé est réalisé dans des unités de séparation d'air (ASU) locales, situées à proximité des grands clients et servant de plateformes régionales pour la distribution via des pipelines propriétaires, des flottes spécialisées de camions ou des opérations de remplissage de cylindres.



L'attrait du secteur repose sur un ensemble rare d'avantages économiques. D'abord, l'activité est intrinsèquement locale et fortement dépendante des infrastructures. Comme le transport devient non rentable au-delà de quelques centaines de kilomètres, les marchés évoluent naturellement vers des monopoles régionaux, dominés par un seul fournisseur bénéficiant d'une densité de réseau élevée, de pipelines intégrés et de relations clients établies de longue date.

Deuxièmement, les contrats d'approvisionnement en gaz sur site, qui génèrent la majorité des investissements en capital (capex), offrent une protection exceptionnelle contre le risque à la baisse. Lorsqu'elles construisent des

ASU, les entreprises atténuent les risques liés au capex et à la rentabilité en signant des contrats « *take-or-pay* » de plusieurs décennies, obligeant les clients à payer indépendamment des variations de volume, tout en absorbant la totalité des fluctuations des prix du gaz naturel et de l'électricité. Dans un contexte inflationniste, cette structure est précieuse : les fournisseurs maintiennent une rentabilité stable tandis que les clients supportent la volatilité. Les mécanismes tels que la répercussion des coûts, un seuil de rendement garanti ainsi que la demande captive, font des gaz industriels l'un des écosystèmes de revenus les plus stables dans le paysage industriel mondial.

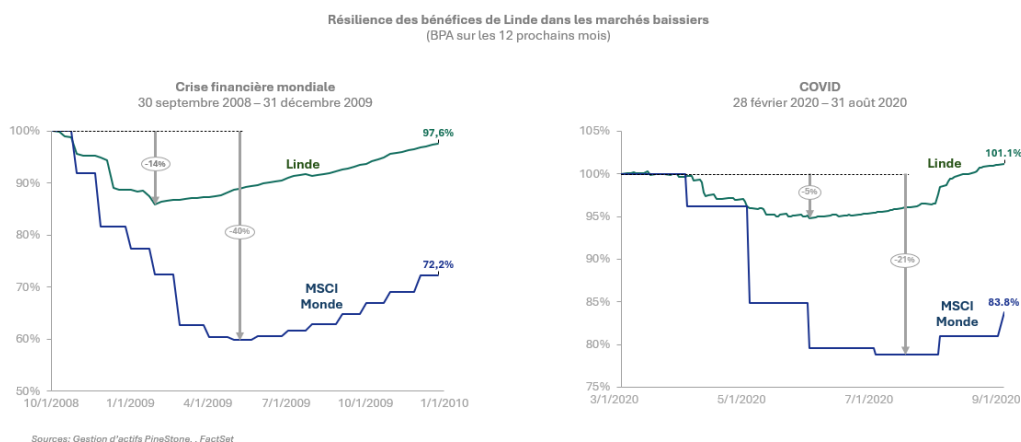
Enfin, le secteur s'est fortement consolidé. Les trois leaders, dont Linde est le principal, contrôlent désormais plus de 75 % d'un marché autrefois fragmenté et régional. Cette consolidation a renforcé la discipline financière, freiné les comportements de prix destructeurs et amélioré les rendements à long terme. Dans un écosystème aussi concentré, la stabilité s'accroît avec le temps.

Ensemble, ces caractéristiques font des gaz industriels un marché d'une grande intégrité : une croissance lente mais fiable, une intensité capitalistique élevée mais maîtrisée, une nécessité absolue mais peu visible. L'attrait du secteur ne réside pas dans l'enthousiasme, mais dans la résilience. Et pour les investisseurs à long terme, la résilience est souvent la qualité la plus précieuse qui soit.

## Linde — Un fossé concurrentiel construit sur 140 ans

Linde constitue le nœud central du secteur des gaz industriels, avec des origines remontant à plus de 140 ans. Carl Linde a pratiquement inventé la séparation cryogénique de l'air en 1879, posant les bases technologiques de l'industrie moderne. Ce même procédé reste au cœur des ASU actuelles.

Tout au long du 20<sup>e</sup> siècle, Linde AG en Europe et Praxair aux États-Unis ont chacun bâti de vastes réseaux de pipelines reliant les ASU à des concentrations denses de clients industriels. Ces réseaux — à forte intensité de capital, profondément enracinés dans leur géographie et quasiment impossibles à reproduire — constituent l'un des piliers de l'avantage concurrentiel du secteur. Les deux entreprises disposent d'une grande prévisibilité quant à leur rentabilité grâce au fait que plus de 90 % de leurs revenus sur site — fortement consommateurs de capital — sont structurés en contrats « *take-or-pay* » avec répercussion intégrale des coûts énergétiques. Elles éliminent ainsi presque tous les risques liés aux volumes ou aux coûts d'intrants. Grâce à cela, les rendements sont pratiquement assurés avant même que le premier dollar d'investissement en capital ne soit déployé. Cette stabilité des bénéfices a été clairement démontrée tant durant la crise financière mondiale que pendant les turbulences liées au COVID-19.



En 2018, Praxair et Linde AG annoncent leur intention de fusionner. Alors que de nombreuses fusions échouent en raison de chocs culturels, de synergies irréalisables ou de coûts d'intégration excessifs, la combinaison Praxair-Linde fait figure d'exception.

Le contexte historique joue un rôle clé. Praxair opérait depuis longtemps avec une philosophie centrée sur la rentabilité, une discipline stricte en matière de prix et un refus de la croissance à tout prix. Linde AG, malgré sa maîtrise technologique et son envergure mondiale, affichait une discipline de marge inférieure. La fusion a permis à la philosophie opérationnelle de Praxair de se diffuser à l'ensemble de la plateforme mondiale de Linde, renforçant la discipline tarifaire, rationalisant les structures de coûts et harmonisant les réseaux régionaux dans une organisation plus cohérente.

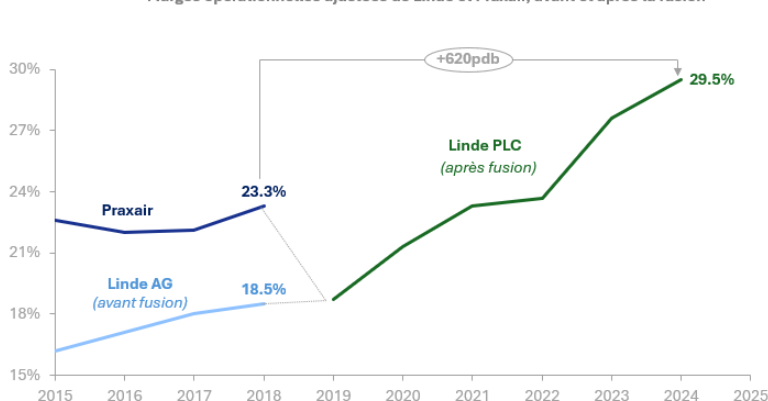
En un laps de temps remarquablement court, l'entreprise combinée a amélioré ses marges de plusieurs centaines de points de base, dépassant même la rentabilité de Praxair en activité autonome. Les synergies se sont matérialisées plus rapidement et en plus grande ampleur qu'anticipé, grâce notamment à la rationalisation des effectifs, à une densité de réseau accrue et à l'adoption généralisée des systèmes de tarification plus rigoureux de Praxair.

La qualité d'intégration est souvent sous-estimée par les marchés, mais elle constitue ici un élément central de la thèse d'investissement. La capacité à intégrer une multinationale centenaire à cette échelle reflète un niveau de discipline managériale qui se cumule et s'amplifie dans le temps.

Malgré la solidité du modèle, plusieurs risques méritent attention :

- Une dérive culturelle possible à mesure que les dirigeants et opérateurs issus de Praxair prennent leur retraite. La composition du conseil, les transitions de leadership et les structures d'incitation seront des indicateurs clés.
- Des événements climatiques extrêmes pouvant perturber les corridors de pipelines, notamment sur la côte du Golfe aux États-Unis. L'empreinte mondiale de Linde réduit cependant le poids de tout événement régional isolé.
- Une déception potentielle sur le marché de l'hydrogène, qui pourrait peser sur les perspectives de croissance à long terme. La prime de valorisation relativement comprimée aujourd'hui offre toutefois une certaine protection à la baisse.
- La force du dollar américain, Linde publiant ses résultats en USD alors que la majorité de ses revenus sont générés à l'international.

Marges opérationnelles ajustées de Linde et Praxair, avant et après la fusion



Sources : Gestion d'actifs PineStone, dépôts réglementaires de la société. Au 31 décembre de chaque année civile, à l'exception de 2018. Les données utilisées pour l'année de la fusion 2018 représentent la performance des trois premiers trimestres (9 mois) de l'année pour les entités distinctes, jusqu'au dernier dépôt effectué avant la clôture de la fusion le 31/10/2018.

## Résilience à un prix raisonnable

À l’avenir, l’oligopole des gaz industriels semble prêt à maintenir ses avantages structurels. Le monde se dirige vers des procédés industriels plus énergivores, une électrification accrue et de nouvelles formes de production d’hydrogène propre — autant de domaines reposant sur les compétences techniques que Linde et ses pairs ont perfectionnées depuis un siècle. Avec une consolidation aboutie, une valorisation normalisée et la discipline de Praxair pleinement intégrée dans la plus vaste plateforme mondiale du secteur, la thèse d’investissement à long terme pour Linde repose sur les mêmes fondations qui ont soutenu l’industrie au siècle dernier : une demande prévisible, une protection contre les baisses et des barrières à l’entrée inégalées.

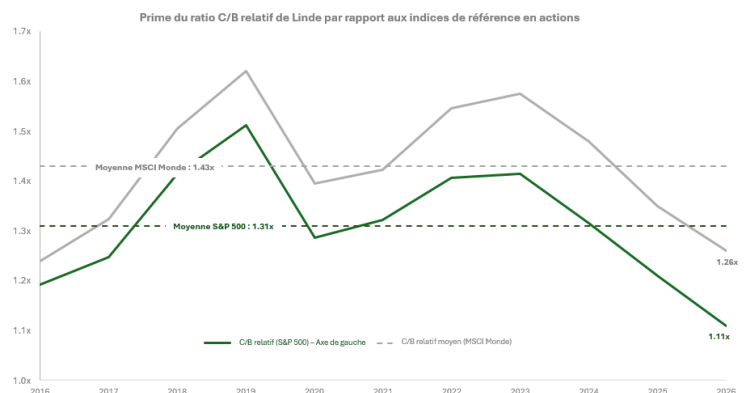
Dans des marchés boursiers marqués par les disruptions technologiques et la volatilité thématique, les gaz industriels demeurent l’un des rares segments offrant un effet de composition silencieux mais durable. Les investisseurs ont longtemps accordé au secteur une prime de valorisation précisément parce que la prévisibilité mérite un multiple supérieur. Même dans une industrie stable, des cycles relatifs de valorisation apparaissent — influencés non seulement par les bénéfices mais aussi par l’évolution du sentiment autour des perspectives de croissance.

Actuellement, la prime relative de Linde se situe au bas de sa fourchette sur dix ans — ni sous-évalué ni spéculatif, mais conforme aux attentes normalisées, avec une croissance organique moyenne à un chiffre et des marges élevées dans les vingt pourcents.

La transition de multiples élevés vers un niveau d’équilibre à long terme suggère que la qualité défensive de l’actif est aujourd’hui accessible à une prime relative plus faible que durant la majeure partie du cycle précédent. Dans un environnement où les investisseurs valorisent davantage la durabilité, ce point d’équilibre pourrait représenter un point d’entrée intéressant.

La thèse d’investissement de Linde ne repose pas sur des catalyseurs surprenants ou des tendances spéculatives, mais sur la continuité : continuité des flux de trésorerie, de l’avantage concurrentiel, de la structure contractuelle et de la discipline managériale. Peu d’entreprises parviennent à composer leur valeur sur plus d’un siècle ; encore moins avec un fossé concurrentiel qui se renforce avec le temps. À mesure que l’industrie mondiale se complexifie, le rôle de Linde devient plus central, non périphérique. Pour les investisseurs de long terme, Linde offre une combinaison rare de résilience et de pouvoir de composition à un moment où ces qualités sont sous-valorisées.

Joe Nakhle CFA, FRM  
Spécialiste principal en investissement et chef de cabinet



Source: Gestion d'actifs PineStone, FactSet. Les points de données correspondent aux moyennes des valeurs quotidiennes pour chaque année civile jusqu'en 2025. Pour 2026, il s'agit des moyennes des valeurs quotidiennes du 1<sup>er</sup> janvier au 12 février inclusivement.

## **Avertissements**

*Les informations et opinions ci-dessus sont fournies uniquement à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre de services ou une sollicitation, et sont sujettes à modification. Les informations fournies ici ne constituent pas des conseils en investissement et ne doivent pas être considérées comme tels. Elles ne doivent pas être considérées comme une sollicitation d'achat ou une offre de vente d'un titre financier. Elles ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement particuliers, des stratégies, du statut fiscal ou de l'horizon d'investissement de tout investisseur. Aucune représentation ou garantie n'est faite quant à l'exactitude actuelle des informations, ni de la responsabilité des décisions prises sur la base de ces informations.*

*Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures. Les opinions exprimées concernant une entreprise, un titre financier, une industrie ou un secteur ne doivent pas être interprétées comme une indication de l'intention de négociation de fonds gérés par Gestions d'actifs PineStone. Le contenu de ce document ne peut être reproduit, en tout ou en partie, sans l'autorisation écrite préalable de Gestions d'actifs PineStone. L'entreprise décline toute responsabilité à l'égard de tout matériel reproduit sans son consentement écrit.*

*Gestion d'actifs PineStone Inc. (PineStone) est un gestionnaire spécialisé en actions mondiales fondé en 2021, entièrement détenu par ses employés, et est un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities Exchange Commission. PineStone se concentre exclusivement sur l'aide aux clients pour atteindre leurs objectifs financiers en investissant dans ce que PineStone considère comme des entreprises de haute qualité à travers le monde. PineStone est dirigée par Nadim Rizk, un gestionnaire de portefeuille chevronné avec plus de 20 ans d'expérience. PineStone est une marque déposée de Gestion d'actifs PineStone Inc.*