

Sector: *Industriales**No vemos catalizadores a corto plazo.***FLUIDRA**

Recomendación:

Vender

Precio Objetivo:

21,3 €

Potencial:

-0,9%

Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.135 M€

Cotización 05/03/2024; 17:35h 21,5 €/acc.

Nº Acciones (M.): 192 M acc.

Min / Max (52 sem): 13,6€/acc./21,8€/acc.

Cód. Bloomberg / Reuters: FDR.SM / FLUI.MC

Revalorización año (YTD): 14%

Accionariado

Fundadores (Boyser, Dispur, Edrem, Aniol/Piumoc)	28%
Participaciones Significativas (T-Rowe, Puig, G3T)	18%
Rhône Capital	12%
Free Float	40%

Principales ratios

	2022r	2022r	2023r	2024e	2025e
PER	26,8x	17,4x	36,8x	26,3x	21,3x
EV/EBITDA Ajust.	15,5x	8,8x	13,5x	11,7x	10,5x
P/V	1,7x	1,7x	2,6x	2,5x	2,4x
Rentabilidad div.*	2,8%	6,0%	3,2%	2,5%	2,9%
DN/EBITDA Ajust.	1,9	2,6	2,6	2,2	1,8

(*) Dividendo bajo criterio de caja

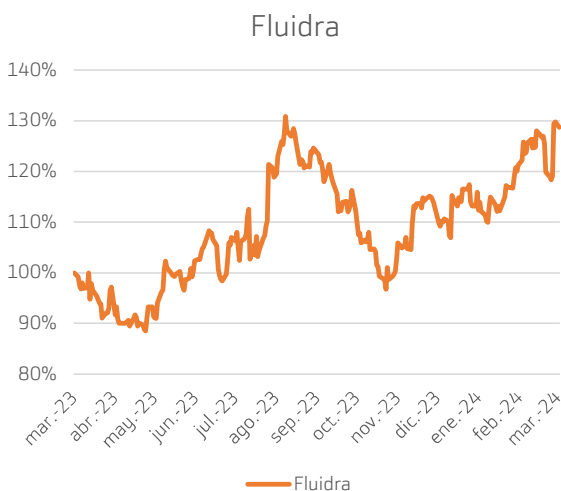
Principales cifras

	4T 23	Var. %
Ventas	422	1,8%
Margen Bruto	241	10%
EBITDA	66	101%
EBITDA Ajustado	79	41%
BNA	6	n.a.
BPA	0,03	n.a.
BPA en Efectivo	0,16	129%

Margen EBITDA*	2019	2020	2021	2022	2023
1T	12,8%	15,1%	25,1%	24,8%	20,2%
2T	21,0%	24,9%	25,9%	23,6%	23,4%
3T	11,9%	19,8%	21,5%	16,8%	15,6%
4T	11,9%	19,6%	19,0%	7,7%	15,4%

*Sin ajustes realizados por la compañía.

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Los resultados 4T 2023 sorprendieron positivamente. Esto nos llevó a subir la recomendación a Comprar (desde Vender) y el precio objetivo de forma preliminar hasta 21,3€/acc. (desde 19,5€/acc) en nuestro informe diario inmediatamente después de conocerse los resultados. Tras revisar nuestras estimaciones, confirmamos el precio objetivo preliminar, pero revisamos a la baja nuestra recomendación hasta Vender (desde Comprar) tras haberse consumido el potencial de revalorización. Para encontrar potencial, la Compañía debería superar nuestras estimaciones de Ventas (TAMI estimada 2023/2028 +4,6%) o de margen EBITDA ajustado, para el cual estimamos una expansión desde 22,8% 2024e hasta 24,0% 2028e. A corto plazo, no encontramos ningún catalizador que pueda impulsar la cotización.

Resultados 4T23 y guías para 2024 mejores de lo esperado.

Las ventas volvieron a mostrar crecimiento en 4T 2023 (+1%) tras un año marcado por el retroceso (-14,2%) debido a una menor demanda y a la corrección de inventarios en el canal. En términos de márgenes, tanto el Margen Bruto (56,4% vs 51,6% en 4T 2022) como el Margen EBITDA ajustado (18,5% vs 13,3% 4T 2022) repuntaron con fuerza en 4T 2023. Esto se debe, en parte, al mix de geografías, ya que EE.UU. aumentó su peso respecto al total de las ventas. El BNA reportado se situó en 6M€ (vs -20M€ 4T 2022) mientras que el ajustado asciende a 31M€ (vs 8M€ 4T 2022). De cara a 2024, sus perspectivas apuntan un suave crecimiento de ventas y a una expansión de márgenes: Ventas 2.050M€/2.150M€, EBITDA ajustado 440M€/490M€ y beneficio de caja neto por acción 1,07€/1,25€. Estos resultados batieron nuestras estimaciones tanto en resultados 4T 2023 como en guías para 2024.

La evolución de los resultados irá de menos a más a lo largo de 2024.

En 2024 veremos un punto de inflexión para la compañía que deja atrás un proceso de normalización, tras los fuertes crecimientos de ventas/márgenes en 2020/2021, y sigue avanzando con su plan de simplificación. Esto no será inmediato ya que el 1T 2024 no será fácil por una serie de factores. En EE.UU., el tiempo no está siendo favorable tal y como anticipa tanto Fluidra como su principal distribuidor en EE.UU. (Pool Corp). En Europa, el inicio de año tampoco está siendo especialmente bueno en términos de demanda. Los consumidores siguen mostrando cautela a la hora de adquirir los productos más discretos. El mal tiempo en EE.UU. podría afectar al mix de ventas por geografías, el cual repercutiría en los márgenes ya que EE.UU. es la geografía con los márgenes más altos. El año irá mejorando progresivamente a medida que nos adentremos en la temporada de piscinas. Estimamos un ligero crecimiento (+2%) para el conjunto de 2024 con una expansión de margen EBITDA ajustado de +110 p.b. (hasta 22,8%). En paralelo, seguirán reduciendo el nivel de deuda/EBITDA ajustado (2,3x 2024e). Por tanto, el aspecto fundamental mejora.

No vemos catalizadores a corto plazo. Bajamos la recomendación a Vender.

Tras revisar de nuevo nuestras estimaciones, confirmamos el precio objetivo preliminar publicado en nuestro informe diario inmediatamente después de conocerse los resultados del 4T 2023. Éstos fueron mejores de lo esperado, lo que nos llevó a mejorar nuestras estimaciones, elevar el Precio Objetivo hasta 21,3€/acc. (desde 19,5€) y subir nuestra recomendación a Comprar (desde Vender). Tras haberse consumido el potencial de revalorización estimado, revisamos a la baja nuestra recomendación: Vender (desde Comprar). Para encontrar potencial, la Compañía debería superar nuestras estimaciones de Ventas (TAMI estimada 2023/2028 +4,6%) o de margen EBITDA ajustado, para el cual estimamos una expansión desde 22,8% 2024e hasta 24,0% 2028e. A corto plazo, no encontramos ningún catalizador que pueda impulsar la cotización.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2020r	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'23/28
Ventas	1.488	2.187	2.389	2.051	2.091	2.214	2.335	2.452	2.562	4,6%
Margen Bruto	786	1.156	1.219	1.090	1.115	1.183	1.250	1.315	1.377	4,8%
% Ventas	52,8%	52,8%	51,0%	53,1%	53,3%	53,4%	53,5%	53,6%	53,7%	
EBITDA	302	506	469	394	442	483	524	563	599	8,8%
Margen EBITDA	20,3%	23,2%	19,6%	19,2%	21,1%	21,8%	22,4%	23,0%	23,4%	
EBITDA Ajustado	321	549	512	445	477	518	539	578	614	6,7%
Margen EBITDA ajustado	21,6%	25,1%	21,4%	21,7%	22,8%	23,4%	23,1%	23,6%	24,0%	
Amortización&Depreciación	-118	-125	-165	-158	-147	-139	-131	-125	-120	-5,3%
Resultado financiero	-45	-44	-79	-78	-76	-74	-72	-70	-68	-2,6%
BAI	139	338	225	158	218	270	320	367	411	21,0%
BNA	96	252	160	112	157	194	231	265	296	21,4%

Resumen Balance de Situación	TAMI'23/28									
Activo no Corriente	2.038	2.651	2.800	2.683	2.601	2.531	2.473	2.425	2.385	-2,3%
Activo Corriente	768	855	973	824	943	1.087	1.237	1.397	1.562	13,6%
Total Activo	2.806	3.505	3.773	3.507	3.544	3.619	3.710	3.822	3.946	2,4%
Patrimonio Neto	1.428	1.622	1.679	1.577	1.637	1.717	1.816	1.939	2.078	5,7%
Pasivo No corriente	977	1.085	1.533	1.461	1.435	1.410	1.383	1.352	1.321	-2,0%
Pasivo Corriente	401	798	562	470	472	492	512	530	548	3,1%
Total PN+Pasivo	2.806	3.505	3.773	3.507	3.544	3.619	3.710	3.822	3.946	2,4%

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EBIT	294,2	344,3	392,7	437,8	479,2
(-) Impuestos	-76,5	-89,5	-102,1	-113,8	-124,6
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	217,7	254,8	290,6	324,0	354,6
(+) Amortización & Depreciación	147,4	138,6	131,2	125,0	120,0
(-) Inversión en Activos Fijos	-65,3	-69,1	-72,9	-76,5	-80,0
(-) Inversión en Circulante	-7,3	-22,2	-22,0	-21,1	-20,0
Flujo de Caja Libre	292,6	302,1	326,9	351,4	374,6

Valor Empresa (EV)	5.436	WACC	7,5%
(-) Deuda Neta	1.172	g	1,5%
(-) Minoritarios	164		
Valor FFPP (EqValue)	4.099		
# de acciones	192,1		
Valor por acción	21,3	€/acción	

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 21,3€/acc. en función del Descuento de Flujos de Caja realizado con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento (g)				
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
Coste del Capital	6,0%	25,0	27,6	30,8	34,7	39,8
	6,5%	22,3	24,5	27,0	30,1	34,0
	7,0%	20,1	21,8	23,9	26,4	29,5
	7,5%	18,1	19,6	21,3	23,4	25,8
	8,0%	16,4	17,7	19,2	20,9	22,9
	8,5%	14,9	16,0	17,3	18,7	20,4
	9,0%	13,6	14,6	15,7	16,9	18,3

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
05/03/2024	Vender	21,3
29/02/2024	Comprar	21,3
22/11/2023	Vender	19,5
03/08/2023	Neutral	19,5
25/05/2023	Vender	15,3
21/03/2023	Neutral	15,3

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

▪ Todos nuestros informes se encuentran disponibles en <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

▪ Las metodologías de valoración más frecuentes 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 y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://www.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://www.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Jorge Pradilla - Logística	Eduardo Cabero - Seguros y Medios de Pago
Pedro Ribeiro - Analista	Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución

Tel.: 912759421

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

Todos nuestros informes en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Avda. de Bruselas, 14

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/info>

3

28108 Alcobendas, Madrid

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y su difusión:

05/03/2024 18:39