

Sector: *Piscinas*

El entorno no acompaña, pero los fundamentales son sólidos.

FLUIDRA

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **30,5 €**
 Potencial: **+19,9%**
 Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.969 M€
 Último: 25,40 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 196 M acc.
 Min / Max (52 sem): 13,6€/acc./37,6€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: FDR.SM / FLUI.MC
 Revalorización año (YTD): -28%

Accionariado

Rhône Capital 11%
 Familias Fundadoras 28%
 Free Float 61%

Principales ratios

	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e
PER	21,4x	24,7x	20,4x	13,9x	12,5x
EV/EBITDA Ajust.	11,7x	14,6x	14,5x	11,6x	10,9x
P/V	1,7x	2,9x	3,1x	2,8x	2,6x
Rentabilidad div.*	0,0%	1,0%	0,8%	1,6%	2,2%
DN/EBITDA Ajust.	2,8	1,8	1,9	1,5	1,2

(*): Dividendo bajo criterio de caja

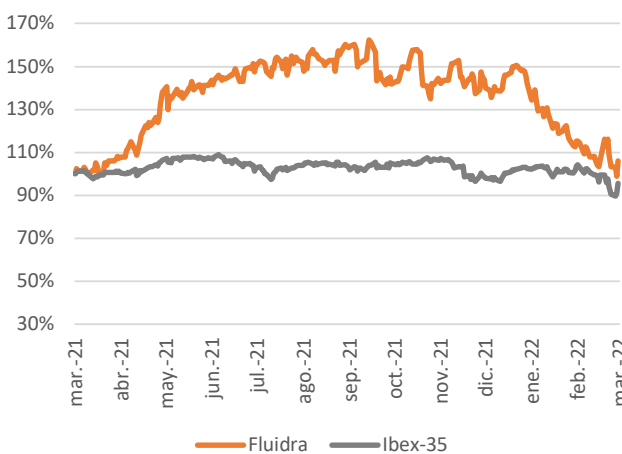
Principales cifras

	2020	2021r	2022e	2023e
Ventas	1.488	2.187	2.477	2.601
Margen Bruto	786	1.156	1.304	1.374
EBITDA	302	506	566	602
EBITDA Ajustado	321	549	596	632
BNA	96	252	272	302
BPA	0,49	1,29	1,39	1,54
BPA en Efectivo	0,85	1,72	1,83	2,02

4T 2021

	4T 21	Var. %	4T 20	4T 19
Ventas	483	40%	345	305
Margen Bruto	258	36%	190	164
EBITDA	92	36%	68	36
BNA	31	60%	19	16
Deuda Neta	1.067	83%	582	757

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Mantenemos recomendación en **Comprar** aunque revisamos a la baja el Precio Objetivo hasta 30,5€/acc. (potencial +20%) desde 42,7€/acc. por el aumento de la **prima de riesgo de mercado** y la creciente **presión en márgenes**. El **entorno de mercado no acompaña** (rotación hacia sectores *value* y geopolítica/encarecimiento materias primas), **pero los fundamentales son sólidos**. Consideramos el modelo de negocio atractivo por: (i) **generación de caja recurrente** mediante el mantenimiento/mejora del parque de piscinas, (ii) **incremento del ticket medio** y (iii) **capacidad financiera para crecer inorgánicamente** (adquisiciones) en un sector fragmentado.

Buenos resultados 2021, desvirtuados en el contexto actual.

Los **ingresos avanzan con fuerza en 2021** (+47% vs *guidance* 40%/45%): +36% orgánico y +11% adquisiciones. Su expansión en **EE.UU.** (orgánico +56% + 27% por adquisiciones) continúa y **se consolida como su principal mercado** (41% del total). El segmento residencial - 76% de las ventas - crece +46% mientras que el segmento Comercial - piscinas de uso público - continúa su proceso de reactivación. El margen EBITDA se sitúa en el rango bajo del *guidance* (25,1% vs 25%/25,5%) debido al repunte de la inflación. En consecuencia, el beneficio de caja neto repunta hasta 337M€ (+104%).

El *guidance* de Fluidra apunta a otro sólido año, pero... defender los márgenes en este entorno no es fácil.

La **demanda** se mantiene elevada y **Fluidra apunta a un sólido 2022**. Espera: crecimiento en ventas entre +12%/+17%, margen EBITDA >25,5% y crecimiento del beneficio de caja neto por acción de +10%/+16%. Sin embargo, **nuestras estimaciones reflejan una mayor presión en márgenes**. De hecho, estimamos un retroceso en 2022, principalmente en el 1S. De 2023 en adelante estimamos una progresiva expansión a un ritmo más lento que el esperado por la compañía. Fluidra subió sus precios en octubre y lo volverá hacer en marzo, lo que ayudará a contrarrestar las presiones inflacionistas. Pero, ¿Es suficiente? En un entorno de menor crecimiento y mayor inflación, la capacidad de continuar las progresivas subidas de precios se reducirá, por tanto, nuestra estimación de margen EBITDA refleja una mayor prudencia. La valoración es muy sensible a los márgenes. Esto, junto a una prima de riesgo superior, nos conduce a la revisión a la baja de nuestro precio objetivo.

Entorno no acompaña, pero los fundamentales son sólidos:

El entorno no es favorable por rotación hacia valores más *value* como por el actual contexto geopolítico. Sin embargo, los fundamentales siguen siendo sólidos con demanda elevada en 2022 y un modelo de negocio atractivo basado en: (i) **Generación de caja recurrente** mediante el mantenimiento/mejora del parque de piscinas e impulsada por la construcción de nuevas piscinas. (ii) **Incremento del ticket medio** (precio medio de venta) tanto por subidas en precio como por mayor uso de productos tecnológicos y (iii) **Crecimiento inorgánico posible por balance y oportunidades**. Acelera su crecimiento mediante adquisiciones a múltiplos atractivos (SR SMITH EV/Ebitda ~12x frente a una cotización de 14,7x 2021e en el momento de la adquisición/Taylor Water EV/EBITDA ~9x frente a una cotización de ~15x). Esto es posible debido a su sólido balance (DN/EBITDA ~1,9x 2021) y a la fragmentación del sector (53% de la cuota de mercado repartida en +1.000 compañías).

Rhône Capital continúa su proceso de salida.

El Fondo de Private Equity deshace posiciones y esto provoca sesiones volátiles. Aún mantiene una posición de 11,46% sobre el capital de Fluidra tras su última colocación acelerada a un descuento inferior (3,9%). Por tanto, continuará su proceso de salida a lo largo de 2022.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21/26
Ventas	1.030	1.368	1.488	2.187	2.477	2.601	2.742	2.882	3.022	6,7%
Margen Bruto	491	702	786	1.156	1.304	1.374	1.454	1.534	1.615	6,9%
EBITDA	65	205	302	506	566	602	643	684	727	7,5%
EBITDA Ajustado	221	269	321	549	596	632	673	714	757	6,6%
Amortización&Depreciación	-67	-130	-118	-125	-123	-119	-116	-114	-112	-2,2%
Resultado financiero	-28	-55	-45	-44	-51	-49	-48	-46	-44	0,1%
BAI	-29	20	139	338	392	434	479	525	570	11,1%
BNA	34	8	96	252	272	302	333	365	396	9,4%

Resumen Balance de Situación	TAMI'21/26									
Activo no Corriente	2.095	2.171	2.038	2.651	2.605	2.568	2.539	2.517	2.501	-0,8%
Activo Corriente	785	826	768	855	1.150	1.333	1.497	1.668	1.849	10,0%
Total Activo	2.879	2.997	2.806	3.505	3.756	3.902	4.036	4.185	4.350	3,0%
Patrimonio Neto	1.441	1.445	1.428	1.622	1.797	1.951	2.084	2.233	2.401	6,0%
Pasivo No corriente	1.109	1.186	977	1.085	1.054	1.020	992	963	931	-2,5%
Pasivo Corriente	329	366	401	798	904	930	960	989	1.019	2,4%
Total PN+Pasivo	2.879	2.997	2.806	3.505	3.756	3.902	4.036	4.185	4.350	3,0%

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	483,2	527,2	570,8	614,9
(-) Impuestos	-135,3	-147,6	-159,8	-172,2
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	347,9	379,6	411,0	442,7
(+) Amortización & Depreciación	119,0	115,9	113,6	111,9
(-) Inversión en Activos Fijos	-81,8	-86,6	-91,3	-96,1
(-) Inversión en Circulante	-20,5	-23,3	-23,0	-23,1
Flujo de Caja Libre	364,6	385,6	410,3	435,4

Valor Empresa (EV 2022e)	6.898	WACC	7,7%
(-) DN (2021e)	914	g	1,8%
(-) Minoritarios (2021e)	26		
Valor FFPP (EqValue)	5.957		
# de acciones	195,6		
Valor por acción	30,5	€/acción	

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 30,5€/acc. en función del Descuento de Flujos de Caja, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento (g)				
		0,75%	1,25%	1,75%	2,25%	2,75%
WACC	6,2%	34,8	38,3	42,6	48,0	54,9
	6,7%	31,4	34,3	37,7	41,9	47,2
	7,2%	28,5	30,9	33,7	37,1	41,3
	7,7%	26,1	28,1	30,5	33,2	36,6
	8,2%	24,0	25,7	27,7	30,0	32,7
	8,7%	22,1	23,6	25,3	27,2	29,5
	9,2%	20,5	21,8	23,2	24,9	26,8

Todos nuestros informes disponibles en:

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

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

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

2

Este informe terminó de redactarse:

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

10/03/2022 17:32

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
10/03/2022	Comprar	30,5
04/11/2021	Comprar	42,7
10/09/2021	Comprar	42,7

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://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-deinformacion.

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles e [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
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas & Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	Susana André - Portugal, Assistant

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>

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

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

3

Este informe terminó de redactarse:

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

10/03/2022 17:32