

Sector: *Industriales**El binomio rentabilidad/riesgo no es atractivo.***FLUIDRA**

Recomendación: **Vender**  
 Precio Objetivo: **19,5 €**  
 Potencial: **+2,0%**

Analista: Eduardo Cabero

**Datos Básicos**

Capitalización (M €): 3.674 M€

Cotización 22/11/2023; 17:35h 19,12 €/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): 32%

**Accionariado**

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

**Principales ratios**

	2021r	2022r	2023e	2024e	2024e
PER	26,8x	17,4x	37,6x	25,6x	20,7x
EV/EBITDA Ajust.	15,5x	8,8x	13,0x	10,8x	9,6x
P/V	1,7x	1,7x	2,1x	2,1x	2,0x
Rentabilidad div.*	2,8%	6,0%	3,7%	2,6%	2,8%
DN/EBITDA Ajust.	1,9	2,6	2,7	2,0	1,6

(\*) Dividendo bajo criterio de caja

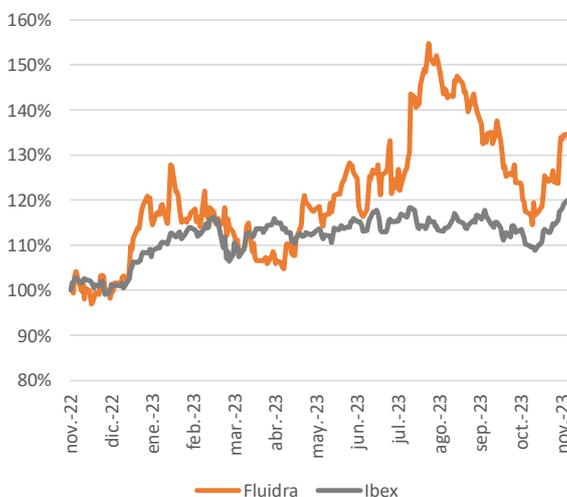
**Principales cifras**

	3T23	Var. %
Ventas	437	-16%
Margen Bruto	228	-15%
<b>EBITDA</b>	<b>68</b>	<b>-22%</b>
EBITDA Ajustado	78	-18%
<b>BNA</b>	<b>4</b>	<b>-69%</b>
BPA	0,33	0%
BPA en Efectivo	0,48	-19%

**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%	

\*Sin ajustes realizados por la compañía.

**Evolución respecto al Ibex35 (base 100)**

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

Los resultados del 3T volvieron a ser débiles: Ventas -16%, EBITDA -22%... Este patrón se ha repetido a lo largo del año, pero **2024 debería de ser un punto de inflexión positivo para la Compañía**. Estimamos la vuelta al crecimiento en ventas (TAMI 2023/2028 +4,6%) y una progresiva mejora de márgenes desde 20,8% 2023e hasta 22,7% 2028e (vs una media de 22% entre 2019-2022). Por tanto, **nuestra valoración (19,5€/acc.) ya recoge una mejora de perspectivas que consideramos razonable**. Sin embargo, el **potencial** que ofrece a estos precios (+2%) es **insuficiente** tanto en términos absolutos como en relativos frente a otras oportunidades que ofrece el mercado. Como resultado, situamos nuestra recomendación en **Vender**, donde se mantendrá hasta el momento en el que consideremos que el binomio rentabilidad/riesgo vuelve a ser atractivo.

**Resultados 3T23 débiles, en línea con el resto del año. Mantiene guidance.**

Las **ventas** se sitúan en 437M€ (-16% a/a). Siguen impactadas por la caída de volúmenes por menor demanda y corrección de inventarios en el canal. Las subidas de precio no compensan estos factores. En términos de márgenes, la recuperación del **Margen bruto** (52,2% vs 51,4% en 3T 2022 y 52,4% en 3T 2021) es más sólida, ya que el **Margen EBITDA ajustado** (17,9% vs 18,2% en 3T 2022 y 23,3% en 3T 2021) no consigue recuperarse de forma estable y se queda por debajo del 3T 2022. Sin dichos ajustes, se situaría en 15,6%, lo que compara con un margen de 16,8% en 3T 2023 y 21,5% en 3T 2021. El **BNA** reportado se sitúa en 4M€ (-69%) mientras que el ajustado asciende a 29M€ (-21%). Mantiene el *guidance* de cara a 2023: Ventas 2.000M€/2.100M€, EBITDA ajustado 410M€/450M€ y beneficio de caja neto por acción 0,95€/1,15€. Nuestras estimaciones para 2023 se sitúan en la parte media/baja del rango.

**El 2024 debería ser un punto de inflexión positivo para la compañía.**

Fluidra afronta un 2024 en el que deja atrás el proceso de normalización tras el fuerte crecimiento ventas/márgenes en 2020/2021 en el cual se ha visto afectada por la corrección de inventarios en el canal. Por tanto, deberíamos volver a ver un ligero crecimiento en ventas el próximo año (+2% estimado). En cuanto a los márgenes, uno de los aspectos clave ya que la valoración es muy sensible a los márgenes, estimamos una ligera mejora del margen EBITDA ajustado (21,0% 2024e vs 20,8% 2023e) soportada por el plan de simplificación de costes que está realizando la compañía. En paralelo, deberá seguir reduciendo progresivamente su deuda/EBITDA (actual 2,9x) hasta niveles cercanos a niveles objetivos marcados con anterioridad (~2,0x), lo que dificulta grandes operaciones corporativas. Por tanto, el aspecto fundamental mejora de cara a 2024.

**El binomio rentabilidad/riesgo no es atractivo.**

Nuestras estimaciones, que ya recogen una mejora de perspectivas razonable, nos conducen a un Precio Objetivo de 19,5€/acc. En línea con el último informe publicado. Este Precio Objetivo implica un potencial de +2%, el cual no nos parece atractivo en términos absolutos ni en términos relativos frente a otras oportunidades que ofrece el mercado. Como explicamos en anteriores informes, para mejorar nuestra valoración la Compañía debería expandir sus márgenes por encima de nuestras estimaciones. Nuestras estimaciones asumen un crecimiento de ventas (TAMI 2023/2028 +4,6%) y una expansión de margen EBITDA ajustado desde 20,8% 2023e hasta 22,7% 2028e, que compara con una media en el periodo 2019-2022 de ~22%. **Dado el insuficiente potencial, situamos la recomendación en Vender**, donde se mantendrá hasta el momento en el que consideremos que el binomio rentabilidad/riesgo vuelve a ser atractivo.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2020r	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'22/28
Ventas	1.488	2.187	2.389	2.030	2.071	2.193	2.313	2.429	2.538	<b>1,0%</b>
Margen Bruto	786	1.156	1.220	1.069	1.092	1.159	1.225	1.288	1.349	<b>1,7%</b>
% Ventas	52,8%	52,8%	51,0%	52,6%	52,7%	52,8%	52,9%	53,0%	53,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>302</b>	<b>506</b>	<b>470</b>	<b>365</b>	<b>415</b>	<b>453</b>	<b>491</b>	<b>526</b>	<b>558</b>	<b>2,9%</b>
Margen EBITDA	20,3%	23,2%	19,7%	18,0%	20,1%	20,7%	21,2%	21,6%	22,0%	
EBITDA Ajustado	321	549	512	423	435	468	506	542	575	<b>2,0%</b>
Margen EBITDA ajustado	21,6%	25,1%	21,4%	20,8%	21,0%	21,4%	21,9%	22,3%	22,7%	
Amortización&Depreciación	-118	-125	-165	-154	-143	-135	-127	-121	-116	<b>-5,7%</b>
Resultado financiero	-45	-44	-79	-74	-71	-69	-68	-66	-65	<b>-3,3%</b>
BAI	139	338	225	137	201	249	295	338	377	<b>9,0%</b>
<b>BNA</b>	<b>96</b>	<b>252</b>	<b>160</b>	<b>96</b>	<b>141</b>	<b>174</b>	<b>207</b>	<b>237</b>	<b>264</b>	<b>8,7%</b>

Resumen Balance de Situación	TAMI'22/28									
Activo no Corriente	2.038	2.651	2.800	2.707	2.626	2.557	2.499	2.451	2.411	<b>-2,5%</b>
Activo Corriente	768	855	973	1.025	1.102	1.226	1.358	1.493	1.633	<b>9,0%</b>
<b>Total Activo</b>	<b>2.806</b>	<b>3.505</b>	<b>3.773</b>	<b>3.732</b>	<b>3.728</b>	<b>3.783</b>	<b>3.857</b>	<b>3.944</b>	<b>4.043</b>	<b>1,2%</b>
Patrimonio Neto	1.428	1.622	1.679	1.689	1.731	1.793	1.872	1.966	2.076	<b>3,6%</b>
Pasivo No corriente	977	1.085	1.533	1.497	1.446	1.421	1.397	1.372	1.346	<b>-2,1%</b>
Pasivo Corriente	401	798	562	546	552	570	588	605	622	<b>1,7%</b>
<b>Total PN+Pasivo</b>	<b>2.806</b>	<b>3.505</b>	<b>3.773</b>	<b>3.732</b>	<b>3.728</b>	<b>3.783</b>	<b>3.857</b>	<b>3.944</b>	<b>4.043</b>	<b>1,2%</b>

## Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EBIT	272,0	318,5	363,2	404,6	442,3
(-) Impuestos	-76,2	-89,2	-101,7	-113,3	-123,8
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	195,9	229,3	261,5	291,3	318,5
(+) Amortización & Depreciación	143,4	134,6	127,3	121,2	116,1
(-) Inversión en Activos Fijos	-62,1	-65,8	-69,4	-72,9	-76,1
(-) Inversión en Circulante	135,2	-5,3	-19,7	-18,9	-17,8
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>412,3</b>	<b>292,9</b>	<b>299,8</b>	<b>320,8</b>	<b>340,6</b>

Valor Empresa (EV)	4.987 WACC	7,6%
(-) Deuda Neta	1.136 g	1,5%
(-) Minoritarios	103	
<b>Valor FFPP (EqValue)</b>	<b>3.747</b>	
# de acciones	192,1	
<b>Valor por acción</b>	<b>19,5 €/acción</b>	

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 19,5€/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	6,1%	22,7	25,0	27,7	31,1	35,5
	6,6%	20,4	22,2	24,5	27,1	30,5
	7,1%	18,4	19,9	21,8	23,9	26,6
	7,6%	16,7	18,0	19,5	21,3	23,4
	8,1%	15,2	16,3	17,6	19,1	20,8
	8,6%	13,9	14,8	15,9	17,2	18,6
	9,1%	12,7	13,6	14,5	15,6	16,8

 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>

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
22/11/2023	Vender	19,5
03/08/2023	Neutral	19,5
25/05/2023	Vender	15,3
21/03/2023	Neutral	15,3
01/12/2022	Neutral	14,2

## 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](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](https://www.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
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
Tiago Brito - Analista	

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/inf>

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:

22/11/2023 18:06