

Sector: *Piscinas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **14,2 €**
Potencial: **-0,7%**

Analista: Eduardo Cabero

Poca visibilidad de cara a 2023. Los riesgos se mantienen al alza.

FLUIDRA

Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.792 M€

Último: 14,27 €/acc.

Nº Acciones (M.): 196 M acc.

Min / Max (52 sem): 11,9€/acc./35,4€/acc.

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

Revalorización año (YTD): -59%

Accionariado

Rhône Capital	11%
Participaciones significativas	20%
Familias Fundadoras	28%
Free Float	40%

Principales ratios

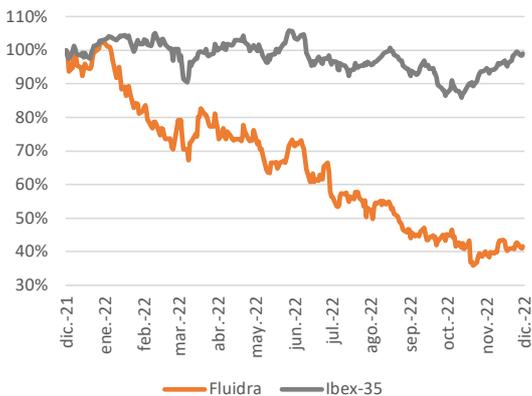
	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e
PER	21,4x	24,7x	20,4x	14,4x	17,1x
EV/EBITDA Ajust.	15,3x	15,5x	15,7x	8,4x	9,1x
P/V	1,7x	2,9x	1,7x	1,7x	1,6x
Rentabilidad div.*	0,0%	1,0%	2,8%	5,9%	4,9%
DN/EBITDA Ajust.	3,7	1,9	2,1	2,6	2,4

(*) Dividendo bajo criterio de caja

Principales cifras

	2020r	2021r	2022e	2023e
Ventas	1.488	2.187	2.402	2.160
Margen Bruto	786	1.156	1.221	1.098
EBITDA	302	506	485	421
EBITDA Ajustado	321	549	500	431
BNA	96	252	194	164
BPA	0,49	1,29	0,99	0,84
BPA en Efectivo	0,85	1,72	1,39	1,18
3T 2022	3T 22	Var.%	3T 20	2T 22
Ventas	521	1%	40%	-33%
Margen Bruto	268	-1%	37%	-31%
EBITDA	88	-21%	19%	-52%
BNA	13	-73%	-42%	-86%
Deuda Neta	1.325	42%	127%	6%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

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>

Este informe terminó de redactarse:

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid
01/12/2022 12:34

Mantenemos nuestra recomendación en **Neutral** y **bajamos el Precio Objetivo** hasta **14,2€/acc.** desde 19,3€/acc por deterioro de márgenes y una mayor tasa de descuento. El **entorno** sigue siendo desafiante para la compañía y la **visibilidad** de cara a los resultados de 2023 es baja. Estimamos un retroceso de ventas (-10%) y EBITDA (-13%). Afrontamos dos trimestres complicados hasta llegar al posible punto de inflexión en el **2T 2023**. Será clave para medir el impacto del contexto actual sobre **demanda y márgenes**. Tras un fuerte incremento en ventas/márgenes en 2020/2021, la compañía afronta ahora un **periodo de normalización**. Por tanto, mantenemos la **cautela hasta ver un cambio de tendencia/estabilización en los márgenes** ya que la valoración es muy sensible a estos y los riesgos se mantienen al alza.

Los resultados decepcionan, en línea con el profit warning.

Segundo síntoma de debilidad de Fluidra tras revisar **a la baja sus expectativas para el conjunto del año**. Sitúan los ingresos en torno a 2.400M€ y un EBITDA ajustado >500M€, lo que implica un margen EBITDA en torno a ~21%. Se aleja del *guidance* previo de la compañía (margen EBITDA ajustado >25,5% a principio de año y 24,0%/24,2% en la primera revisión) y es incluso inferior a nuestras estimaciones que descontaban un escenario más conservador (margen EBITDA ajustado 23,6%). Las tres razones que respaldaron nuestra revisión en julio se hacen notar: (i) es improbable que la compañía pueda repercutir íntegramente en precios finales la subida de costes derivada de la inflación, (ii) el endurecimiento de las condiciones de financiación impactará en la demanda de nueva construcción y (iii) las probabilidades de recesión aumentan, lo que afecta a la demanda de productos discrecionales

Afrontamos dos trimestres complicados para la compañía. Poca visibilidad para 2023.

La compañía ahora se enfrenta a una corrección de inventarios tras acumular excesivas existencias para evitar subidas de precios y alcanzar una demanda que era elevada en un entorno de disrupciones en la cadena de suministro. La **corrección de inventarios se extenderá al menos a los próximos dos trimestres**. Esto implica **presión en ventas y márgenes**. Si tomamos en cuenta el *guidance* de ventas para el conjunto del año, estas retrocederían implícitamente en el 4T un -10,3%. Además, tomando el rango inferior de previsión de EBITDA ajustado, implicaría un margen de 10,2% que compara con un 20,3% en 4T 2021. En esta misma línea serán los resultados del 1T 2023, ya que tienen un difícil comparable en términos de márgenes (1T 2022: 25,4%). La **visibilidad de resultados para el 2023 es limitada** y no descartamos que el *guidance* de la compañía, que se publicará en 1T 2023, no cumpla con las expectativas del consenso. Por tanto, Fluidra continúa enfrentándose a un contexto complicado en el que las subidas de tipos y la erosión de márgenes pesa sobre su valoración.

¿Llegará la estabilización de márgenes en el 2T 2023?

La clave está en los márgenes ya que la valoración es muy sensible a los mismos. Históricamente el 2T es el trimestre más importante del año. En los últimos 3 años acumula un promedio de 31,3% sobre las ventas anuales en este trimestre. Esta vez será aún más importante, ya que será el primer trimestre que no esté afectado por la corrección de inventarios y actuará como termómetro para evaluar tanto ventas como márgenes.

El binomio rentabilidad/riesgo no compensa hasta ver una estabilización/cambio de tendencia en los márgenes.

El entorno sigue siendo desafiante para la compañía y la visibilidad de cara a los resultados de 2023 es baja. Estimamos un retroceso de ventas (-10%) y EBITDA (-13%). Afrontamos dos trimestres complicados hasta llegar al posible punto de inflexión en el 2T 2023. Será clave para medir el impacto del contexto actual sobre demanda y márgenes. Por tanto, mantenemos la **cautela hasta ver una estabilización/cambio en los márgenes** ya que los riesgos se mantienen al alza. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y bajamos el Precio Objetivo hasta 14,2€/acc. desde 19,3€/acc.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21/26
Ventas	1.030	1.368	1.488	2.187	2.402	2.160	2.256	2.366	2.481	2,6%
Margen Bruto	491	702	786	1.156	1.221	1.098	1.147	1.203	1.261	1,8%
EBITDA	65	205	302	506	485	421	449	481	516	0,4%
EBITDA Ajustado	221	269	321	549	500	431	459	491	526	-0,9%
Amortización&Depreciación	-67	-130	-118	-125	-125	-119	-114	-110	-107	-3,1%
Resultado financiero	-28	-55	-45	-44	-81	-66	-65	-63	-62	7,1%
BAI	-29	20	139	338	279	236	270	308	347	0,5%
BNA	34	8	96	252	194	164	187	214	241	-0,9%

Resumen Balance de Situación	TAMI'21/26									
Activo no Corriente	2.095	2.171	2.038	2.651	2.625	2.571	2.525	2.486	2.454	-1,3%
Activo Corriente	785	826	768	855	1.166	1.178	1.284	1.409	1.542	5,7%
Total Activo	2.879	2.997	2.806	3.505	3.791	3.749	3.809	3.895	3.996	1,1%
Patrimonio Neto	1.441	1.445	1.428	1.622	1.688	1.742	1.810	1.894	1.993	3,4%
Pasivo No corriente	1.109	1.186	977	1.085	1.239	1.192	1.164	1.144	1.123	-1,9%
Pasivo Corriente	329	366	401	798	865	816	835	857	880	0,4%
Total PN+Pasivo	2.879	2.997	2.806	3.505	3.791	3.749	3.809	3.895	3.996	1,1%

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2024e	2025e	2026e
EBIT	334,5	371,1	408,7
(-) Impuestos	-93,6	-103,9	-114,4
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	240,8	267,2	294,3
(+) Amortización & Depreciación	114,5	110,4	107,0
(-) Inversión en Activos Fijos	-68,3	-71,6	-75,1
(-) Inversión en Circulante	23,0	-23,1	-24,2
Flujo de Caja Libre	310,0	282,9	302,0

Valor Empresa (EV 2023e)	3.808 WACC	9,2%
(-) DN (2023e)	1.024 g	1,5%
(-) Minoritarios (2023e)	12	
Valor FFPP (EqValue)	2.773	
# de acciones	195,6	
Valor por acción	14,2 €/acción	

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 23,0€/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)				
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
WACC	7,7%	15,9	17,3	18,9	20,8	23,0
	8,2%	14,5	15,7	17,1	18,7	20,5
	8,7%	13,3	14,3	15,5	16,9	18,5
	9,2%	12,2	13,2	14,2	15,3	16,7
	9,7%	11,3	12,1	13,0	14,0	15,2
	10,2%	10,4	11,1	11,9	12,8	13,8
	10,7%	9,7	10,3	11,0	11,8	12,7

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
01/12/2022	Neutral	14,2
19/10/2022	Neutral	19,3
06/07/2022	Neutral	23,0
18/05/2022	Comprar	30,5
10/03/2022	Comprar	30,5
04/11/2021	Comprar	42,7
10/09/2021	Comprar	42,7

- La compañía ha tenido acceso al informe antes de su publicación.

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 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
Pedro Ribeiro - Analista	Carlos Pellicer - 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>

<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

01/12/2022 12:34