

Sector: *Industriales*

Recomendación:

Neutral

Precio Objetivo:

19,5 €

Potencial:

-2,3%

Analista: Eduardo Cabero

## FLUIDRA

*Tras una estabilización/cambio de tendencia en márgenes subimos nuestra recomendación.*

## Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.827 M€

Cotización 03/08/2023; 17:35h 19,92 €/acc.

Nº Acciones (M.): 192 M acc.

Min / Max (52 sem): 11,93€/acc./20,4€/acc

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

Revalorización año (YTD): 37%

## 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	42,0x	24,9x	20,3x
EV/EBITDA Ajust.	15,5x	8,8x	13,8x	10,9x	9,8x
P/V	1,7x	1,7x	2,3x	2,2x	2,1x
Rentabilidad div.*	2,8%	6,0%	3,5%	2,5%	3,0%
DN/EBITDA Ajust.	1,9	2,6	2,6	2,0	1,6

(\*) Dividendo bajo criterio de caja

## Principales cifras

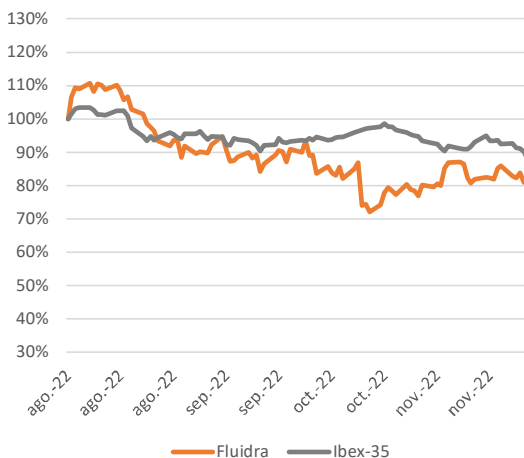
	2T 23	Var.%
Ventas	632	-19%
Margen Bruto	333	-13%
EBITDA	148	-20%
EBITDA Ajustado	167	-13%
BNA	63	-31%
BPA	0,33	-30%
BPA en Efectivo	0,48	-19%

## 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%	
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 2T muestran el impacto de la fuerte caída en volúmenes. En consecuencia, las **ventas retroceden un -19%** a pesar de los incrementos de precio. **La nota positiva viene por el lado de los márgenes.** El margen bruto se recupera progresivamente y el Margen EBITDA se expande. Estos son claves de cara a la valoración. **Tras ver cierto grado de estabilización/mejora, elevamos nuestras previsiones de márgenes a largo plazo** y reducimos la prima de riesgo exigida. En línea con lo publicado en el último informe, **esto justifica una revisión al alza tanto de la recomendación (Neutral desde Vender) como del Precio Objetivo (19,5€/acc. desde 15,3€/acc.)**. Nuestras estimaciones asumen una expansión de margen EBITDA ajustado desde 20,9% 2023e hasta 23,6% 2028e, que compara con una media en el periodo 2019-2022 de ~22%. **Para obtener potencial debería de haber una expansión en márgenes superior a la estimada.**

2T 2023: Caída de volúmenes y estabilización de márgenes. Acota el *guidance*.

Las **ventas** siguen tocadas por una fuerte caída de volúmenes en todas las geografías (632M€; -19%) a pesar del impacto positivo de las subidas de precio. La nota más positiva es la progresiva recuperación del **margen bruto** (52,9% vs 49,7% en 2T 2022 y 52,8% en 2T 2021) y la recuperación del **margen EBITDA ajustado** (26,5% vs 24,5% en 2T 2022 y 28,8% en 2T 2021). Si bien, sin el efecto de dichos ajustes se situaría en 23,4%, lo que compara con un margen de 23,6% en 2T 2022 y 25,9% en 2T 2021. El BNA reportado se sitúa en 63M€ (-31%) mientras que el ajustado asciende a 91M€ (-21%). En términos de *guidance*, las acortan al rango bajo para el conjunto del año: Ventas 2.000M€/2.100M€ (vs 2.000M€/2.200M€ anterior), EBITDA ajustado 410M€/450M€ (vs 410M€/480M€) y beneficio de caja neto por acción 0,95€/1,15€ (vs 0,95€/1,25€).

## Los procesos de normalización/simplificación avanzan. Foco en los costes.

El **proceso de normalización** continúa tras un fuerte crecimiento en ventas/márgenes en 2020/2021 y consigo el **plan de simplificación de costes**. Tras un ajuste en OPEX (plantilla) este año, los próximos dos años el foco se centrará en el margen bruto. La compañía sitúa el ahorro generado en 100M€ para los próximos 3 años, siendo 29M€ el impacto de las iniciativas llevadas a cabo hasta la fecha.

## La clave de la valoración son los márgenes.

Como venimos explicando en anteriores informes, **la valoración es muy sensible a los márgenes**. Es por eso por lo que insistíamos en que necesitábamos ver un cambio de tendencia/estabilización en estos. En este sentido, **las perspectivas mejoran** tras una buena evolución del Margen Bruto y el avance del plan de simplificación. La compañía ya no da guías de expansión de margen. De manera que lo más probable es que establezca nuevos objetivos en su próximo día del inversor. Nuestras estimaciones asumen una expansión de margen EBITDA ajustado de +50/60p.b. en el periodo 2024/2028 (sin llegar a alcanzar los niveles de 2021 (25,1%). En sentido, además del plan de simplificación de costes, será clave el mix de geografías ya que los márgenes en EE.UU. (38% de las ventas en 2T 2023) son significativamente más altos.

## De cara a 2024, subimos el Precio Objetivo y, en consecuencia, la recomendación.

Tras ver cierto grado de **estabilización en los márgenes**, mejoramos nuestras **previsiones de márgenes a largo plazo** y reducimos la prima de riesgo exigida. En línea con lo publicado en el último informe, **esto justifica la revisión al alza de la recomendación como del Precio Objetivo**. En este sentido, actualizamos la valoración de cara a 2024 y subimos el **Precio Objetivo hasta 19,5€/acc.** (potencial -2%) desde 15,3€/acc. En consecuencia, incrementamos la recomendación hasta **Neutral** desde Vender. Nuestras estimaciones asumen una expansión de margen EBITDA ajustado desde 20,9% 2023e hasta 23,6% 2028e, que compara con una media en el periodo 2019-2022 de ~22%. **Para obtener potencial debería de haber una expansión en márgenes superior a la estimada.**

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>

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

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	2.009	2.098	2.200	2.307	2.419	2.537	1,0%
Margen Bruto	786	1.156	1.220	1.062	1.115	1.176	1.233	1.293	1.356	1,8%
% Ventas	52,8%	52,8%	51,0%	52,8%	53,1%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%	0,8%
<b>EBITDA</b>	<b>302</b>	<b>506</b>	<b>470</b>	<b>357</b>	<b>434</b>	<b>473</b>	<b>508</b>	<b>544</b>	<b>583</b>	<b>3,7%</b>
Margen EBITDA	20,3%	23,2%	19,7%	17,8%	20,7%	21,5%	22,0%	22,5%	23,0%	2,6%
EBITDA Ajustado	321	549	512	419	454	488	523	560	600	2,7%
Margen EBITDA ajustado	21,6%	25,1%	21,4%	20,9%	21,7%	22,2%	22,7%	23,2%	23,6%	1,7%
Amortización&Depreciación	-118	-125	-165	-154	-143	-135	-127	-121	-116	-5,7%
Resultado financiero	-45	-44	-79	-73	-71	-70	-68	-67	-65	-3,2%
BAI	139	338	225	130	219	269	312	356	402	10,1%
<b>BNA</b>	<b>96</b>	<b>252</b>	<b>160</b>	<b>91</b>	<b>154</b>	<b>188</b>	<b>219</b>	<b>249</b>	<b>281</b>	<b>9,9%</b>

Resumen Balance de Situación	TAMI'22/28									
Activo no Corriente	2.038	2.651	2.800	2.707	2.626	2.558	2.499	2.451	2.411	-2,5%
Activo Corriente	768	855	973	972	1.076	1.197	1.327	1.462	1.606	8,7%
<b>Total Activo</b>	<b>2.806</b>	<b>3.505</b>	<b>3.773</b>	<b>3.679</b>	<b>3.702</b>	<b>3.754</b>	<b>3.826</b>	<b>3.913</b>	<b>4.017</b>	<b>1,1%</b>
Patrimonio Neto	1.428	1.622	1.679	1.682	1.727	1.792	1.873	1.971	2.086	3,7%
Pasivo No corriente	977	1.085	1.533	1.488	1.454	1.428	1.404	1.379	1.352	-2,1%
Pasivo Corriente	401	798	562	509	520	534	548	563	579	0,5%
<b>Total PN+Pasivo</b>	<b>2.806</b>	<b>3.505</b>	<b>3.773</b>	<b>3.679</b>	<b>3.702</b>	<b>3.754</b>	<b>3.826</b>	<b>3.913</b>	<b>4.017</b>	<b>1,1%</b>

### Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EBIT	290,8	338,5	380,5	423,1	466,7
(-) Impuestos	-81,4	-94,8	-106,5	-118,5	-130,7
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	209,4	243,7	273,9	304,7	336,0
(+) Amortización & Depreciación	143,4	134,7	127,3	121,2	116,1
(-) Inversión en Activos Fijos	-62,9	-66,0	-69,2	-72,6	-76,1
(-) Inversión en Circulante	43,7	-3,7	-19,2	-20,2	-21,2
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>333,5</b>	<b>308,8</b>	<b>312,8</b>	<b>333,1</b>	<b>354,9</b>

Valor Empresa (EV)	4.940 WACC	7,9%
(-) Deuda Neta	1.091 g	1,5%
(-) Minoritarios	109	
<b>Valor FFPP (EqValue)</b>	<b>3.739</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	6,4%	22,6	24,7	27,3	30,5	34,4
	6,9%	20,3	22,1	24,2	26,7	29,8
	7,4%	18,4	19,9	21,6	23,7	26,2
	7,9%	16,7	18,0	19,5	21,2	23,2
	8,4%	15,3	16,4	17,6	19,0	20,7
	8,9%	14,0	14,9	16,0	17,2	18,6
	9,4%	12,9	13,7	14,6	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>

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
03/08/2023	Neutral	19,5
25/05/2023	Vender	15,3
21/03/2023	Neutral	15,3
01/12/2022	Neutral	14,2
19/10/2022	Neutral	19,3
06/07/2022	Neutral	23,0

- 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](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

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:

03/08/2023 17:56