

Sector: *Piscinas*

Buenas perspectivas del sector + crecimiento inorgánico. Modelo de negocio atractivo y sólido balance.

FLUIDRA

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **42,7 €**
 Potencial: **+30,4%**
 Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 6.407 M€
 Último: 32,75 €/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): 56%

Accionariado

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

Principales ratios

	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER	284,1x	42,5x	28,5x	23,6x	20,5x
EV/EBITDA	14,8x	15,1x	19,2x	16,3x	15,0x
P/V	1,7x	2,9x	4,3x	4,0x	3,7x
Rentabilidad div.*	0,0%	1,0%	1,2%	2,5%	2,6%
DFN/EBITDA	3,1	1,5	1,8	1,3	1,0

(* Dividendo bajo criterio de caja)

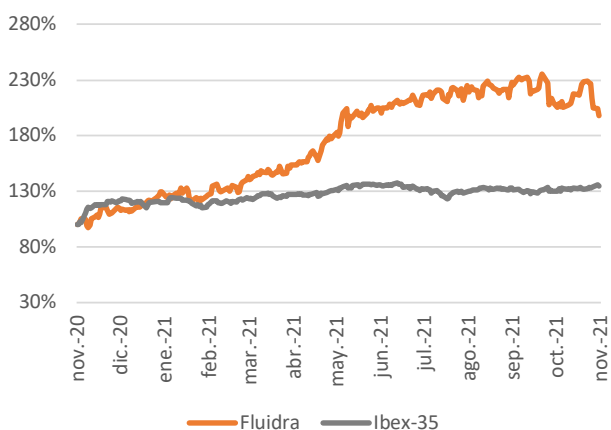
Principales cifras

	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	1.488	2.112	2.305	2.461
Margen Bruto	786	1.119	1.243	1.334
EBITDA	302	496	581	633
BAI	139	310	391	450
BNA	96	225	272	312
BPA	0,49	1,15	1,39	1,60
BPA en Efectivo	0,85	1,63	1,68	1,82

Segundo Trimestre

	3T21	Var.%	3T20	2T21
Ventas	517	39%	372	678
Margen Bruto	269	37%	196	355
EBITDA	111	51%	74	176
BNA	47	114%	22	107
DFN	771	65%	469	646

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Mantenemos nuestra recomendación en **Comprar** y el Precio Objetivo en 42,7€/acc. (potencial +30%). **Los resultados del 3T 2021 son sólidos** y mejora el guidance de ventas para el conjunto del año. Las **perspectivas para el sector son buenas**. Se refleja en las carteras de pedidos de los piscineros y en el aprovisionamiento anticipado de los distribuidores. **Nuestra recomendación pivota sobre los siguientes catalizadores: (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** (capacidad de fijación de precios), **(iii) crecimiento inorgánico a múltiples atractivos** posible gracias a un balance sólido (DFN/Ebitda bajo ~1,8x 2021e) y a un sector fragmentado (53% de la cuota se reparte entre >1.000 compañías).

Resultados 3T 2021 baten expectativas y mejora guidance.

Las **ventas crecen con fuerza y la demanda sigue siendo sólida**. Destaca EE.UU. - su principal mercado -, acelera su crecimiento hasta +105% (+60,2% comparable - a perímetro y divisa constante - ; 83% 2T 2021) en el 3T 2021 mientras que el conjunto de ingresos sube un +39% (+24% comparable). El segmento residencial - 75% de las ventas - crece +45% mientras que el segmento Comercial - piscinas de uso público - continúa su proceso de reactivación. En consecuencia, el beneficio de caja neto repunta hasta 68,2M€ (+72%). El margen EBITDA pierde algo de tracción respecto a la primera mitad del año - es normal en el 3T y en el 4T-, pero se amplía de manera consistente respecto a 2020 (26,4% YTD vs 21,7% 9M 2020) y se mantienen por encima del *guidance* para el conjunto del año (25%/25,5%). Adicionalmente, **mejora el guidance de ventas** hasta +40%/45% +37%/+42% para 2021.

Las perspectivas no cambian. Los principales catalizadores son:

(i) Generación de caja recurrente mediante el **mantenimiento/mejora del parque de piscinas** e impulsada por la **construcción de nuevas piscinas** (en EE.UU. permanecen por debajo de la media histórica). **La demanda es sólida**. Esto se refleja en la cartera de pedidos de los piscineros (con retrasos) y en el anticipo de aprovisionamiento de los distribuidores para cubrir la demanda.

(ii) Incremento del ticket medio (precio medio de compra). Este factor refuerza nuestra recomendación en un entorno como el actual. Las empresas con **capacidad de fijación de precios** son capaces de no ceder margen ante el aumento de la inflación. Fluidra espera aumentos de precio de dígito medio/alto en 2022 para compensar las presiones inflacionistas.

(iii) Crecimiento inorgánico posible por balance y oportunidades. Fluidra acelera su crecimiento mediante adquisiciones a múltiples atractivos (SR SMITH EV/Ebitda ~12x frente a una cotización de 14,7x 2021e en el momento de la adquisición o la reciente compra de Taylor Water EV/EBITDA ~9x frente a una cotización de ~15x). Esto es posible debido a su sólido balance (DFN/EBITDA ~1,8x 2021e) y a la fragmentación del sector. El 53% de la cuota de mercado se reparte entre más de 1.000 compañías.

Rhône Capital continúa su proceso de salida.

El Fondo de Private Equity deshace posiciones y esto provoca sesiones volátiles. Mantiene una posición de 11,46% sobre el capital de Fluidra tras su última colocación acelerada a un descuento inferior (3,9%) frente al resto de colocaciones. Lo importante es que esta salida aporta liquidez a la compañía y la cotización recupera con rapidez estas caídas.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21/26
Ventas	1.030	1.368	1.488	2.112	2.305	2.461	2.613	2.755	2.903	6,6%
Margen Bruto	491	702	786	1.119	1.243	1.334	1.424	1.509	1.598	7,4%
EBITDA	65	205	302	496	581	633	687	738	794	9,9%
Amortización&Depreciación	-67	-130	-118	-124	-131	-127	-123	-121	-119	-0,8%
Resultado financiero	-28	-55	-45	-62	-59	-57	-55	-53	-51	-3,8%
BAI	-29	20	139	310	391	450	508	564	623	15,0%
BNA	34	8	96	225	272	312	353	392	433	14,0%

Resumen Balance de Situación	TAMI'21/26									
Activo no Corriente	2.095	2.171	2.038	2.413	2.363	2.323	2.292	2.269	2.254	-1,4%
Activo Corriente	785	826	768	1.029	1.210	1.396	1.593	1.799	2.020	14,5%
Total Activo	2.879	2.997	2.806	3.442	3.572	3.718	3.884	4.068	4.274	4,4%
Patrimonio Neto	1.441	1.445	1.428	1.501	1.619	1.764	1.933	2.125	2.341	9,3%
Pasivo No corriente	1.109	1.186	977	1.415	1.388	1.356	1.321	1.283	1.241	-2,6%
Pasivo Corriente	329	366	401	525	566	598	630	660	691	5,7%
Total PN+Pasivo	2.879	2.997	2.806	3.442	3.572	3.718	3.884	4.068	4.274	4,4%

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	371,9	449,9	506,6	563,1	617,4	674,4
(-) Impuestos	-93,0	-126,0	-141,9	-157,7	-172,9	-188,8
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	278,9	323,9	364,8	405,5	444,5	485,6
(+) Amortización & Depreciación	123,9	131,2	126,8	123,4	120,9	119,2
(-) Inversión en Activos Fijos	-72,8	-80,8	-86,7	-92,6	-98,1	-103,9
(-) Inversión en Circulante	-137,0	-31,8	-25,7	-25,1	-23,3	-24,6
Flujo de Caja Libre	193,1	342,5	379,1	411,2	444,0	476,3

Valor Empresa (EV 2022e)	9.498	WACC	6,5%
(-) DFN (2021e)	904	g	2,0%
(-) Minoritarios (2021e)	241		
Valor FFPP (EqValue)	8.353		
# de acciones	195,6		
Valor por acción	42,7	€/acción	

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 42,7€/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)				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Prima de riesgo	4,7%	43,5	48,5	55,0	63,4	75,1
	5,2%	40,5	44,8	50,2	57,3	66,7
	5,7%	37,8	41,5	46,2	52,1	59,9
	6,2%	35,4	38,7	42,7	47,7	54,2
	6,7%	33,2	36,1	39,6	44,0	49,5
	7,2%	31,3	33,9	37,0	40,7	45,4
	7,7%	29,5	31,8	34,6	37,9	41,9

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

Este informe terminó de redactarse:

04/11/2021 10:26

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
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://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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/informes>

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

Este informe terminó de redactarse:

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

04/11/2021 10:26