

Sector: *Piscinas**Los riesgos aumentan: Desaceleración económica + presión en márgenes.*

FLUIDRA

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: 23,0 €
Potencial: +24,2%

Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.619 M€

Último: 18,50 €/acc.

Nº Acciones (M.): 196 M acc.

Min / Max (52 sem): 17,7€/acc./38,3€/acc.

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

Revalorización año (YTD): -48%

Accionariado

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

Principales ratios

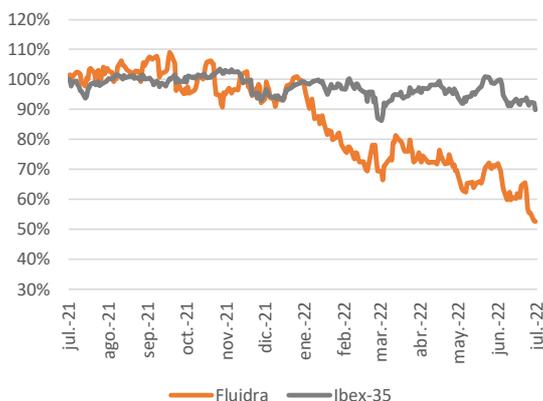
| | 2019r | 2020r | 2021r | 2022e | 2023e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PER | 21,4x | 24,7x | 20,4x | 13,4x | 13,8x |
| EV/EBITDA Ajust. | 11,7x | 14,6x | 14,5x | 9,5x | 9,7x |
| P/V | 1,7x | 2,9x | 2,2x | 2,1x | 2,0x |
| Rentabilidad div.* | 0,0% | 1,0% | 2,1% |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

(*) Dividendo bajo criterio de caja

Principales cifras

| | 2020r | 2021r | 2022e | 2023e |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Ventas | 1.488 | 2.187 | 2.436 | 2.310 |
| Margen Bruto | 786 | 1.156 | 1.272 | 1.211 |
| EBITDA | 302 | 506 | 561 | 544 |
| EBITDA Ajustado | 321 | 549 | 576 | 564 |
| BNA | 96 | 252 | 269 | 261 |
| BPA | 0,49 | 1,29 | 1,37 | 1,33 |
| BPA en Efectivo | 0,85 | 1,72 | 1,80 | 1,87 |
| 1T 2022 | 1T 22 | Var.% | 1T 21 | 4T 21 |
| Ventas | 667 | 31% | 508 | 483 |
| Margen Bruto | 352 | 28% | 274 | 258 |
| EBITDA | 166 | 30% | 128 | 92 |
| BNA | 75 | 12% | 67 | 31 |
| Deuda Neta | 1.239 | 27% | 977 | 1.067 |

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Revisamos recomendación hasta **Neutral** desde Comprar y Precio Objetivo hasta **23,0€/acc.** desde 30,5€/acc. (potencial +24%). Aunque los fundamentales a largo plazo nos siguen pareciendo sólidos, tres razones básicas respaldan esta decisión: (i) Creemos **improbable** que la Compañía pueda **repercutir íntegramente en precios finales la subida de costes** derivada de la inflación (+8,6% EE.UU.; +8,4% UEM), lo que comenzará a erosionar los **márgenes** tan pronto como en los resultados 2T 2022, que se publicarán el 29 de julio. (ii) La rápida **subida de tipos** que ya tiene lugar en Estados Unidos (40% de las ventas de la Compañía) **enfriará el mercado inmobiliario** americano, con una reacción similar en la **construcción de nuevas piscinas** (1/3 de las ventas). Las subidas de tipos de diferentes bancos centrales (21 julio reunión del BCE) darán como resultado una reacción similar. (iii) La **probabilidad de recesión económica ha aumentado** y seguirá aumentando en los próximos meses, lo que hace a su vez más probable que la **demanda final** de productos discrecionales (no de primera necesidad) se vea **afectada**, repercutiendo sobre el *ticket* medio.

La clave está en los márgenes y estos tenderán a erosionarse.

Como advertimos en nuestro último informe: defender los **márgenes** será complicado, pero es la clave. Y en el contexto actual, se vuelve cada vez más complicado. Como comentamos, si las **presiones inflacionistas** actuales se prolongan en el tiempo, Fluidra deberá continuar su estrategia de **subidas de precios** para contrarrestar este efecto, pero la incertidumbre sobre su **elasticidad** aumenta a medida que la probabilidad de recesión se incrementa. Debido al importante *backlog* en EE.UU. el efecto de las subidas de precios realizadas se desplaza en el tiempo. Por tanto, creemos **improbable que la Compañía pueda repercutir íntegramente en precios finales la subida de costes** derivada de la inflación (+8,6% EE.UU.; +8,4% UEM), lo que comenzará a **erosionar los márgenes tan pronto como en los resultados 2T 2022**. Recordemos que esta es una de las principales claves ya que la valoración es muy sensible a los márgenes.

Desaceleración económica + freno en crecimiento inorgánico:

Además, dos variables adicionales tampoco ayudan: (i) **desaceleración económica** con un incremento del riesgo de recesión lo que supondría un freno o incluso un retroceso de las ventas. El endurecimiento de las condiciones de financiación en EE.UU. (tipo hipotecario 5,8%) provoca un **enfriamiento del mercado inmobiliario** (solicitudes de hipotecas rozando mínimos desde los 90). Esto afecta directamente al negocio de **nueva construcción** que representa aproximadamente **1/3 de las ventas** de la compañía. Además, la **demanda final** de aquellos productos discrecionales (no de primera necesidad) que aumentan el ticket medio **se verá reducida**; (ii) el endurecimiento de las condiciones de financiación y el ajuste en los múltiplos dificultan la **estrategia de crecimiento inorgánico** de la Compañía.

Afrontamos los resultados del 2T 2022 con poca visibilidad.

Tal y como explicamos, los resultados del **2T 2022** son importantes ya que serán el **termóstato de la temporada de verano** donde Fluidra concentra el grueso de sus resultados. En este aspecto, los resultados tendrán un **duro comparable frente al 2T 2021**. Podríamos ver los **primeros signos de desaceleración** en las ventas y de **erosión** en los márgenes. Los niveles de inflación actuales encarecen el aprovisionamiento de materias primas y el transporte, lo que presionará los márgenes a la baja. Entendemos **que aumenta el riesgo** de que la compañía revise su *guidance* a la baja o retrase la consecución del mismo en el tiempo. El entorno no acompaña y las dudas sobre los resultados están presentes.

Incertidumbre, pero buenos fundamentales a largo plazo.

A pesar de estas incertidumbres que afectarán a la compañía, pensamos que los fundamentales a largo son sólidos ya que: el (i) **modelo de negocio** es atractivo debido a la generación de caja recurrente mediante el mantenimiento del parque de piscinas, (ii) en un escenario de recesión los márgenes del sector sufren pero históricamente el sector ha mostrado **capacidad de fijación de precios**, (iii) a pesar del entorno, podrían surgir **oportunidades de M&A** debido a la fragmentación del sector (~50% de la cuota se reparte entre +1.000 compañías) y (iv) la **retribución al accionista es cada vez más atractiva** (rentabilidad por dividendo 4,6%) a estos precios y el dividendo se incrementará progresivamente como viene haciendo en los últimos años.

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 | 2.436 | 2.310 | 2.412 | 2.529 | 2.652 | 3,9% |
| Margen Bruto | 491 | 702 | 786 | 1.156 | 1.272 | 1.211 | 1.269 | 1.336 | 1.406 | 4,0% |
| EBITDA | 65 | 205 | 302 | 506 | 561 | 544 | 580 | 621 | 664 | 5,6% |
| EBITDA Ajustado | 221 | 269 | 321 | 549 | 576 | 564 | 600 | 641 | 684 | 4,5% |
| Amortización&Depreciación | -67 | -130 | -118 | -125 | -123 | -118 | -114 | -111 | -108 | -2,9% |
| Resultado financiero | -28 | -55 | -45 | -44 | -52 | -50 | -49 | -47 | -46 | 0,6% |
| BAI | -29 | 20 | 139 | 338 | 387 | 376 | 417 | 463 | 511 | 8,6% |
| BNA | 34 | 8 | 96 | 252 | 269 | 261 | 290 | 322 | 355 | 7,0% |

| Resumen Balance de Situación | TAMI'21/26 | | | | | | | | | |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Activo no Corriente | 2.095 | 2.171 | 2.038 | 2.651 | 2.604 | 2.558 | 2.519 | 2.488 | 2.464 | -1,1% |
| Activo Corriente | 785 | 826 | 768 | 855 | 1.083 | 1.160 | 1.302 | 1.456 | 1.620 | 8,4% |
| Total Activo | 2.879 | 2.997 | 2.806 | 3.505 | 3.687 | 3.718 | 3.821 | 3.944 | 4.085 | 2,1% |
| Patrimonio Neto | 1.441 | 1.445 | 1.428 | 1.622 | 1.725 | 1.813 | 1.921 | 2.047 | 2.191 | 4,9% |
| Pasivo No corriente | 1.109 | 1.186 | 977 | 1.085 | 1.067 | 1.036 | 1.010 | 983 | 953 | -2,2% |
| Pasivo Corriente | 329 | 366 | 401 | 798 | 896 | 869 | 891 | 915 | 941 | 1,0% |
| Total PN+Pasivo | 2.879 | 2.997 | 2.806 | 3.505 | 3.687 | 3.718 | 3.822 | 3.944 | 4.085 | 2,1% |

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

| | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 425,9 | 466,0 | 510,2 | 556,2 |
| (-) Impuestos | -119,3 | -130,5 | -142,8 | -155,7 |
| NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.) | 306,6 | 335,5 | 367,3 | 400,4 |
| (+) Amortización & Depreciación | 117,9 | 113,9 | 110,6 | 108,1 |
| (-) Inversión en Activos Fijos | -72,1 | -75,6 | -79,6 | -83,7 |
| (-) Inversión en Circulante | 20,8 | -16,8 | -19,3 | -20,3 |
| Flujo de Caja Libre | 373,3 | 357,0 | 379,1 | 404,5 |

| | | | |
|-----------------------------|--------------|-----------------|------|
| Valor Empresa (EV 2022e) | 5.494 | WACC | 8,5% |
| (-) DN (2022e) | 979 | g | 1,5% |
| (-) Minoritarios (2022e) | 21 | | |
| Valor FFPP (EqValue) | 4.494 | | |
| # de acciones | 195,6 | | |
| Valor por acción | 23,0 | €/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 | 7,0% | 26,0 | 28,2 | 30,7 | 33,8 | 37,6 |
| | 7,5% | 23,7 | 25,6 | 27,7 | 30,3 | 33,3 |
| | 8,0% | 21,8 | 23,3 | 25,2 | 27,3 | 29,8 |
| | 8,5% | 20,1 | 21,4 | 23,0 | 24,8 | 26,9 |
| | 9,0% | 18,5 | 19,7 | 21,1 | 22,6 | 24,4 |
| | 9,5% | 17,2 | 18,2 | 19,4 | 20,7 | 22,3 |
| | 10,0% | 16,0 | 16,9 | 18,0 | 19,1 | 20,4 |

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

06/07/2022 17:40

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

| Fecha | Recomendación | Precio Obj. (€/Acc.) |
|------------|---------------|----------------------|
| 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

06/07/2022 17:40