

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

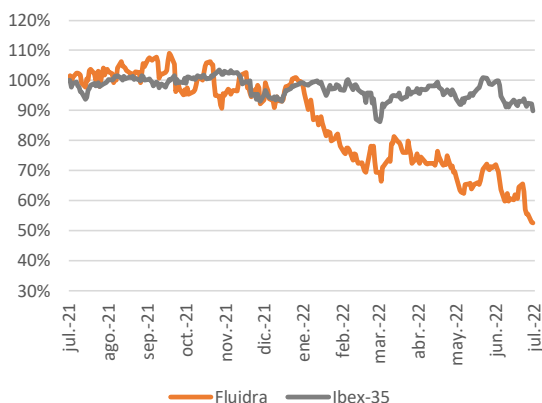
	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e
PER	21,4x	24,7x	20,4x	13,4x	13,8x
EV/EBITDA Ajust.	11,7x	14,6x	14,5x	9,5x	9,7x
P/V	1,7x	2,9x	2,2x	2,1x	2,0x
Rentabilidad div.*	0,0%	1,0%	2,1%	4,6%	4,9%
DN/EBITDA Ajust.	2,8	1,8	1,9	1,7	1,5

(*) 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 en 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