Sector: *Piscinas*

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

FLUIDRA

Recomendación: Comprar
Precio Objetivo: 42,70 €
Potencial: +15,3%

Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €):	7.248 M€
Último:	37,05 €/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):	77%

Accionariado

Rhône Capital	17%
Familias Fundadoras	28%
Free Float	55%

Principales ratios

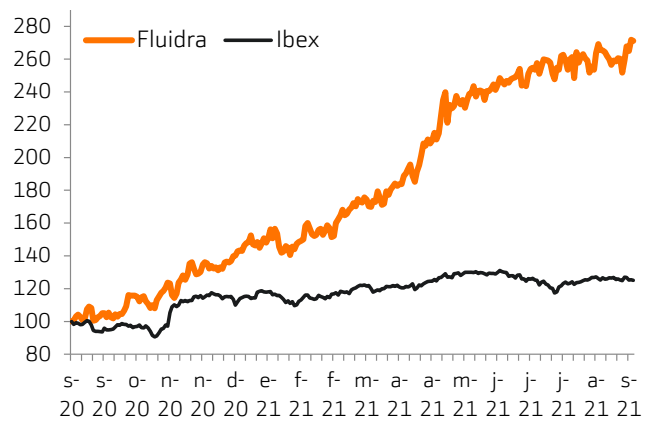
	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER	284,1x	42,5x	33,5x	28,8x	25,4x
EV/EBITDA	14,8x	15,1x	17,9x	16,7x	15,5x
P/VC	1,7x	2,9x	4,8x	4,5x	4,2x
Rentabilidad div.*	0,0%	1,0%	1,1%	1,5%	2,2%
DFN/EBITDA	3,1	1,5	1,7	1,3	1,0

(*) Dividendo bajo criterio de caja

Principales cifras	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	1.488	2.103	2.219	2.334
Margen Bruto	786	1.115	1.180	1.246
EBITDA	**302**	**530**	**570**	**611**
BAI	139	312	362	412
BNA	**96**	**217**	**251**	**286**
BPA	0,49	1,11	1,28	1,46
BPA en Efectivo	0,85	1,56	1,61	1,72

Segundo Trimeste	2T21	Var.%	2T20	1T21
Ventas	678	49%	455	508
Margen Bruto	355	54%	231	272
EBITDA	176	55%	113	128
BNA	107	101%	53	67
DFN	646	4%	619	842

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Recomendamos Comprar Fluidra con un Precio Objetivo de 42,7€/acc. (potencial +15%). Los resultados del 1S 2021 baten expectativas y el equipo gestor eleva *guidance* tras la adquisición de SR Smith. Nuestra recomendación pivota en los siguientes factores: **(i) modelo de negocio** atractivo enfocado al mantenimiento (generación de caja recurrente) con expansión de **márgenes, (ii)** estrategia de **crecimiento inorgánico** mediante adquisiciones a múltiplos atractivos que es factible gracias a un **balance sólido** (DFN/Ebitda bajo 1,7x 2021e) y **(iii) buenas perspectivas para el sector** que de media dobla el crecimiento del PIB global.

Resultados 1S 2021 baten expectativas y mejora *guidance.*

Las **ventas avanzan con fuerza** especialmente en EE.UU. +83% en el 2T (85% 1T 2021) y en Europa con crecimientos por encima del +30%. Los márgenes mejoran (operativo 53,3% vs 52,1% 1S 2020; Ebitda 27,8% vs 22,0% 1S 2020). En consecuencia, el **beneficio neto del 1S 2021 se multiplica** hasta 174,2M€ (+218%). Adicionalmente, tras la adquisición de SR Smith eleva su ***guidance*** para el conjunto del año en términos de BPA en Efectivo (83/93% frente a 80/90% anterior) y de ventas (37%/42 vs 35%/40% anterior).

Modelo de negocio atractivo y diversificación geográfica.

Fluidra integra todos los productos necesarios para la fabricación de piscinas y la conducción de fluidos. Es **líder en equipamiento para piscinas&wellness** tras la adquisición de Zodiac en 2018 y de Built Right, CMP y SR Smith en 2021 - reforzando su exposición a Norteamérica -. Actualmente, el negocio se centra en el **mantenimiento y mejora de las piscinas (~75%)** vs 50% en construcción en sus inicios. El modelo es B2B con un portfolio de productos que abarca todo lo necesario para la construcción /mantenimiento, disponibilidad inmediata y soporte técnico.

Buenas perspectivas para el sector y expansión de márgenes.

El crecimiento del mercado es atractivo ya que de media (pre-pandemia) dobla el crecimiento del PIB global. Los principales catalizadores son: **(i) mantenimiento** del parque de piscinas (generación de caja recurrente), **(ii)** la construcción de **nuevas piscinas** y el **(ii) incremento del ticket medio (precio medio de compra)**. Este es uno de los factores que, junto a la mejora de la eficiencia operativa, favorece la expansión de los márgenes.

Crecimiento inorgánico posible gracias al sólido balance.

Fluidra acelera el ritmo de crecimiento mediante **adquisiciones a múltiplos atractivos** como se refleja en la reciente adquisición de SR Smith (EV/Ebitda ~12x frente a una cotización de 14,7x 2021e en el momento de la adquisición). Esto es posible debido a un **sólido balance.** El ratio DFN/Ebitda se sitúa en 1,7x 2021e.

La salida de Rhône Capital puede provocar sesiones volátiles.

El Fondo de Private Equity obtuvo una importante posición en Fluidra tras la absorción de Zodiac. Ha ido deshaciendo su participación a través de colocaciones aceleradas con descuento (~5%) como es habitual en este tipo de operaciones. Reduce su exposición de 32% a principio de año a un 16,6% actual. Por tanto, es natural ver momentos de volatilidad puntual a medida que Rhone Capital reduzca su participación en el capital. Lo más importante es que la cotización recupera con rapidez estas caídas. De hecho, FDR acumula una revalorización de +78% en el año.

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	2.103	2.219	2.334	2.451	2.565	2.681	*5,0%*
Margen Bruto	491	702	786	1.115	1.180	1.246	1.314	1.380	1.447	*5,4%*
EBITDA	65	205	302	530	570	611	654	698	743	*7,0%*
Amortización&Depreciación	-67	-130	-118	-151	-143	-137	-131	-127	-123	*-4,0%*
Resultado financiero	-28	-55	-45	-67	-65	-63	-61	-59	-57	*-3,3%*
BAI	-29	20	139	312	362	412	462	512	563	*12,5%*
BNA	34	8	96	217	251	286	321	356	391	*12,5%*

Resumen Balance de Situación										TAMI'21/26
Activo no Corriente	2.095	2.171	2.038	2.434	2.368	2.312	2.267	2.230	2.200	*-2,0%*
Activo Corriente	785	826	768	1.025	1.189	1.364	1.547	1.740	1.943	*13,6%*
Total Activo	2.879	2.997	2.806	3.459	3.557	3.676	3.814	3.969	4.143	*3,7%*
Patrimonio Neto	1.441	1.445	1.428	1.515	1.618	1.746	1.894	2.063	2.252	*8,3%*
Pasivo No corriente	1.109	1.186	977	1.422	1.392	1.359	1.324	1.286	1.246	*-2,6%*
Pasivo Corriente	329	366	401	523	548	572	596	620	645	*4,3%*
Total PN+Pasivo	2.879	2.997	2.806	3.459	3.557	3.676	3.814	3.969	4.143	*3,7%*

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	378,7	427,0	474,8	523,3	571,1	619,3
(-) Impuestos	-106,0	-119,6	-133,0	-146,5	-159,9	-173,4
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	272,7	307,4	341,9	376,8	411,2	445,9
(+) Amortización & Depreciación	151,2	143,3	136,6	131,1	126,7	123,2
(-) Inversión en Activos Fijos	-72,4	-76,7	-81,0	-85,4	-89,7	-94,1
(-) Inversión en Circulante	-135,5	-19,1	-19,0	-19,4	-18,9	-19,0
Flujo de Caja Libre	**216,0**	**354,8**	**378,5**	**403,1**	**429,3**	**456,0**

Valor Empresa (EV 2022e)	9.505	WACC	6,4%
(-) DFN (2021e)	911	g	2,0%
(-) Minoritarios (2021e)	241		
Valor FFPP (EqValue)	**8.354**		
# 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%	43,51	48,75	55,51	64,57	77,33
	5,2%	40,35	44,85	50,54	57,99	68,15
	5,7%	37,57	41,47	46,33	52,55	60,81
	6,2%	35,12	38,52	42,70	47,97	54,80
	6,7%	32,92	35,92	39,55	44,06	49,80
	7,2%	30,96	33,61	36,79	40,69	45,57
	7,7%	29,18	31,54	34,35	37,75	41,94

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: Link a los informes de compañías

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Rafael Alonso - Bancos
Pilar Aranda - Petróleo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Luis Piñas - Alimentación/Distribución
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo
Filipe Aires Lopez - Químicas
Eduardo Cabero - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Susana André - Portugal, Assistant
Mariana Queirós Ferro- 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