

Sector: *Piscinas**Los fundamentales todavía no juegan a favor. Los riesgos se mantienen al alza.***FLUIDRA**Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **15,3 €**
Potencial: **-2,8%**

Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.024 M€

Último: 15,74 €/acc.

Nº Acciones (M.): 192 M acc.

Min / Max (52 sem): 11,93€/acc./28,60€/acc

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

Revalorización año (YTD): 8%

Accionariado

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

Principales ratios

	2020r	2021r	2022e	2023e	2024e
PER	41,8x	26,8x	17,4x	22,7x	18,0x
EV/EBITDA Ajust.	15,3x	15,5x	8,8x	9,8x	8,7x
P/V	2,8x	1,7x	1,7x	1,8x	1,7x
Rentabilidad div.*	1,0%	2,8%	6,0%	4,4%	3,7%
DN/EBITDA Ajust.	1,8	1,9	2,6	2,3	1,9

(*) Dividendo bajo criterio de caja

Principales cifras

	2021r	2022r	2023e	2024e
Ventas	2.187	2.389	2.148	2.244
Margen Bruto	1.156	1.220	1.101	1.156
EBITDA	506	470	417	456
EBITDA Ajustado	549	512	462	476
BNA	252	160	133	168
BPA	1,31	0,83	0,69	0,88
BPA en Efectivo	1,76	1,40	1,17	1,25

Trimestrales

	4T 22	Var.%	4T 20	3T 22
Ventas	422	-13%	22%	-19%
Margen Bruto	215	-17%	13%	-20%
EBITDA	33	-64%	-52%	-63%
BNA	-20	-163%	-201%	-251%
Deuda Neta	1.319	24%	127%	0%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)

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

Los **fundamentales** todavía no juegan a favor, pero unas menores perspectivas de tipos de interés dan cierto aire a la valoración. El **entorno** sigue siendo **desafiante** para la compañía y la **visibilidad** de cara a los resultados de 2023 es **baja**. Estimamos un retroceso de ventas (-10%) y EBITDA (-11%). Descontando un 1T 2023 francamente malo, el **2T 2023 será clave para medir el impacto del contexto actual** sobre demanda y márgenes. En paralelo, el **crecimiento inorgánico** se verá **limitado** por unos niveles de deuda neta/EBITDA ajustado elevados (2,6x a cierre de 2022). Necesitamos ver una **estabilización/cambio de tendencia en los márgenes** para cambiar nuestras perspectivas ya que los riesgos se mantienen al alza. Por tanto, mantenemos nuestra recomendación en **Neutral** y subimos el Precio Objetivo hasta 15,3€/acc. desde 14,2€/acc.

Los resultados de 2022 cumplen con el profit warning de octubre.

Las ventas avanzan un 9,2% hasta 2.389M€ impulsados por M&A, subidas de precio y efecto divisa (-1% a perímetro y divisa constante), en línea con el *guidance* (~2.400M€). El EBITDA ajustado se sitúa en 512M€ frente a un *guidance* de >500M€. **La presión en márgenes continúa:** Margen EBITDA 4T 2022 13,3% que compara con 21,4% a cierre de año y 25,1% en 2021. El **BNA** retrocede un -37% hasta 160M€ mientras que el BNA ajustado retrocede un -20% (269M€). Publica *guidance para el 2023:* Ventas 2.000M€/2.200M€ (-16%/-8%), EBITDA ajustado 410M€/480M€ (-20%/-6%) y beneficio de caja neto por acción 0,95€/1,25€ (-32%/-11%). Nuestras estimaciones ya se situaban dentro de estos rangos publicados por la compañía.

El 1T 2023 será muy flojo. El 2T 2023 será clave.

La **visibilidad de cara a los resultados de 2023** es **baja**. La presión sobre los resultados continuará en el 1T 2023. La corrección de inventarios se extenderá al menos un trimestre más y, además, tendrá un difícil comparable frente a 2022 ya que el año pasado los resultados crecieron un +31,1% en el 1T. Por tanto, el punto de inflexión podría llegar en el **2T 2023**. Históricamente el 2T es el trimestre más importante del año. En los últimos 3 años acumula un promedio de 31,3% sobre las ventas anuales en este trimestre. Este trimestre será clave para medir el impacto del contexto actual sobre la demanda y los márgenes. **La valoración es muy sensible a los márgenes** y es por este motivo por el que necesitamos ver una estabilización en los márgenes para cambiar nuestras perspectivas sobre la compañía.

El plan de simplificación de costes llegará, pero las antiguas pretensiones de expansión de márgenes han quedado atrás.

El **plan de simplificación de costes** anunciado por la compañía que pretende mejorar el **EBITDA** en 100M€ durante los próximos 3 años ayudará. Hasta ahora se ha cumplido un 17% (17M€) del objetivo. El primer paso será reducir el OPEX y, en este sentido, el gasto en personal supone un 55% del OPEX total en 2022. Por tanto, parte de la reestructuración irá asociada a esta partida con los consecuentes gastos de reestructuración. En segunda instancia, se producirá una simplificación /estandarización de productos, lo que tendrá un impacto positivo en el margen bruto de cara a 2024/2025. Si bien, las pretensiones de expandir el **margen EBITDA +50pb** anualmente han quedado atrás. De hecho, el margen EBITDA ajustado alcanzado durante 2021/2022 (niveles superiores al 25%) queda muy alejado de nuestras estimaciones para los próximos años (rango 21,4%/22,7%).

Los fundamentales, de momento, no mejoran, pero unas menores perspectivas de tipos dan cierto aire a la valoración.

El **entorno** sigue siendo **desafiante** para la compañía y la **visibilidad** de cara a los resultados de 2023 es **baja**. Estimamos un retroceso de ventas (-10%) y EBITDA (-11%). Descontando un 1T 2023 francamente malo, el **2T 2023 será clave para medir el impacto del contexto actual** sobre demanda y márgenes. En paralelo, el **crecimiento inorgánico** se verá **limitado** por unos niveles de deuda neta/EBITDA ajustado elevados (2,6x a cierre de 2022). Necesitamos ver una **estabilización/ cambio de tendencia en los márgenes para cambiar nuestras perspectivas** ya que los riesgos se mantienen al alza. Si bien, unas perspectivas de tipos más bajas dan cierto aire a la valoración. Por tanto, mantenemos nuestra recomendación en **Neutral** y subimos el Precio Objetivo hasta 15,3€/acc. desde 14,2€/acc

Resumen de PyG	2019r	2020r	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI'22/27
Ventas	1.368	1.488	2.187	2.389	2.148	2.244	2.353	2.467	2.588	1,6%
Margen Bruto	702	786	1.156	1.220	1.101	1.156	1.220	1.279	1.342	1,9%
EBITDA	205	302	506	470	417	456	497	532	570	4,0%
EBITDA Ajustado	269	321	549	512	462	476	512	547	586	2,8%
Amortización&Depreciación	-130	-118	-125	-165	-154	-144	-136	-129	-123	-5,7%
Resultado financiero	-55	-45	-44	-79	-73	-71	-70	-68	-67	-3,4%
BAI	20	139	338	225	190	240	291	335	380	11,1%
BNA	8	96	252	160	133	168	204	235	266	10,7%

Resumen Balance de Situación	TAMI'21/26									
Activo no Corriente	2.171	2.038	2.651	2.800	2.710	2.633	2.568	2.513	2.467	-2,1%
Activo Corriente	826	768	855	973	1.007	1.123	1.250	1.386	1.527	7,3%
Total Activo	2.997	2.806	3.505	3.773	3.718	3.756	3.818	3.899	3.995	0,7%
Patrimonio Neto	1.445	1.428	1.622	1.679	1.710	1.762	1.836	1.926	2.032	2,8%
Pasivo No corriente	1.186	977	1.085	1.533	1.481	1.454	1.428	1.403	1.377	-1,8%
Pasivo Corriente	366	401	798	562	527	540	554	570	586	0,3%
Total PN+Pasivo	2.997	2.806	3.505	3.773	3.718	3.756	3.818	3.899	3.995	0,7%

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT	311,7	360,6	403,4	446,9
(-) Impuestos	-87,3	-101,0	-112,9	-125,1
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	224,4	259,7	290,4	321,8
(+) Amortización & Depreciación	144,3	136,0	129,0	123,3
(-) Inversión en Activos Fijos	-67,3	-70,6	-74,0	-77,6
(-) Inversión en Circulante	3,7	-8,6	-20,8	-21,8
Flujo de Caja Libre	305,2	316,5	324,7	345,6

Valor Empresa (EV 2023e)	4.079	WACC	9,0%
(-) DN (2023e)	1.054	g	1,5%
(-) Minoritarios (2023e)	86		
Valor FFPP (EqValue)	2.939		
# de acciones	192,1		
Valor por acción	15,3	€/acción	

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 15,3€/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	7,5%	17,4	18,9	20,6	22,6	24,9
	8,0%	15,9	17,1	18,5	20,2	22,2
	8,5%	14,5	15,6	16,8	18,2	19,9
	9,0%	13,3	14,3	15,3	16,5	17,9
	9,5%	12,3	13,1	14,0	15,0	16,2
	10,0%	11,3	12,0	12,8	13,7	14,8
	10,5%	10,5	11,1	11,8	12,6	13,5

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
21/03/2023	Neutral	15,3
01/12/2022	Neutral	14,2
19/10/2022	Neutral	19,3
06/07/2022	Neutral	23,0
18/05/2022	Comprar	30,5
10/03/2022	Comprar	30,5

- 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 en [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>

Avda. de Bruselas, 14

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

3

28108 Alcobendas, Madrid

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

Este informe terminó de redactarse:

21/03/2023 16:37