

Sector: *Industriales**Cotiza por encima de nuestro precio objetivo, lo que nos conduce a reducir la recomendación.***FLUIDRA**

Recomendación:

Vender

Precio Objetivo:

15,3 €

Potencial:

-5,1%

Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €):	3.091 M€
Cotización 24/05/2023; 17:35h	16,09 €/acc.
Nº Acciones (M.):	192 M acc.
Min / Max (52 sem):	11,93€/acc./25,3€/acc
Cód. Bloomberg / Reuters:	FDR.SM / FLUI.MC
Revalorización año (YTD):	11%

Accionariado

Fundadores (Boyser, Dispur, Edrem, Aniol/Piumoc)	28%
Participaciones Significativas (T-Rowe, Puig, G3T)	18%
Rhône Capital	12%
Free Float	40%

Principales ratios

	2020r	2021r	2022r	2023e	2024e
PER	41,8x	26,8x	17,4x	23,2x	18,4x
EV/EBITDA Ajust.	15,3x	15,5x	8,8x	10,0x	8,8x
P/V	2,8x	1,7x	1,7x	1,8x	1,8x
Rentabilidad div.*	1,0%	2,8%	6,0%	4,3%	3,6%
DN/EBITDA Ajust.	1,8	1,9	2,6	2,3	1,9

(*) Dividendo bajo criterio de caja

Principales cifras

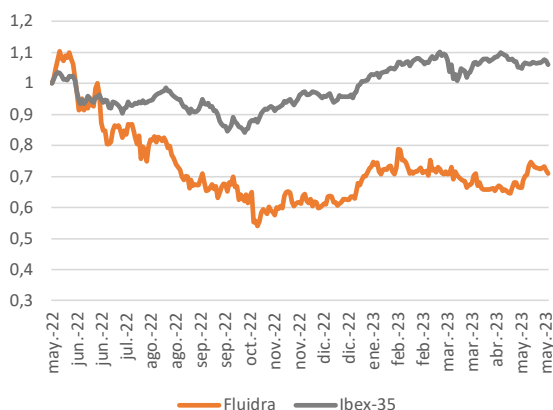
	1T 23	Var. %
Ventas	554	-17%
Margen Bruto	289	-18%
EBITDA	112	-32%
EBITDA Ajustado	121	22%
BNA	41	-46%
BPA	0,21	-45%
BPA en Efectivo	0,31	-40%

Margen EBITDA*

	2019	2020	2021	2022	2023
1T	12,8%	15,1%	25,1%	24,8%	20,2%
2T	21,0%	24,9%	25,9%	23,6%	
3T	11,9%	19,8%	21,5%	16,8%	
4T	11,9%	19,6%	19,0%	7,7%	

*Sin ajustes realizados por la compañía.

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Tras un 1T 2023 flojo (EBITDA -29%; BNA -46%), el 2T (históricamente más relevante) **será clave** para medir el impacto del contexto actual sobre demanda y márgenes. El entorno sigue siendo desafiante y la Compañía afronta un **proceso de normalización** (reducción de costes y exceso de inventarios) tras un 2020 y un 2021 anormalmente buenos (pandemia). En consecuencia, estimamos un retroceso de ventas (-10%) y EBITDA (-11%). Tras una fuerte revalorización (+6%) gracias a unos resultados 1T 2023 mejores de lo esperado, la cotización ha superado nuestro P.Objetivo (15,3€/acc.). Esto nos lleva a revisar tácticamente a la baja nuestra recomendación hasta **Vender** desde Neutral. Cuando dispongamos de las cifras del 2T podremos evaluar si se justifica una hipotética revisión al alza, tanto de la recomendación como del Precio Objetivo. Esto dependerá de que tenga lugar o no una **estabilización/cambio de tendencia en los márgenes**.

Los resultados del 1T 2023 baten expectativas, pero prima la prudencia.

Las **ventas** se sitúan en 554M€, lo que supone un -17% en un trimestre con un duro comparable (1T 2022: +31%). La fuerte caída en volúmenes (-25%) se ve parcialmente compensada con los aumentos de precio (+7%). La nota positiva es que los **márgenes** mejoran respecto a los últimos trimestres, aunque se quedan lejos del 1T 2022: (i) el margen bruto se sitúa en 52,1% (vs 51,2% a cierre de 2022; vs 52,8% 1T 2022) y el margen EBITDA se sitúa en 21,8% (vs 21,4% en 2022; vs 25,4% 1T 2022). En consecuencia, el **EBITDA** ajustado retrocede un -29% hasta 121M€. El BNA se sitúa en 41M€ (-46%) y el Beneficio de Caja Neto en 60M€ (-41,3%). La compañía opta por la prudencia en la antesala de sus trimestres más importantes y **mantiene el guidance** para el conjunto del año: 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%).

El 2T será clave para medir el impacto del contexto actual.

Tras superar un trimestre en el que ya estaban descontados unos resultados flojos, el **2T 2023 será clave** para medir el impacto del contexto actual sobre demanda y márgenes. El 1T 2023 ha sido un primer paso hacia la estabilización/cambio de tendencia en márgenes, pero debe confirmarlo en el 2T y en el 3T. Estos trimestres podrían ser el punto de inflexión. 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. **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 proceso de normalización continúa.

Tras los fuertes crecimientos en ventas/márgenes en 2020/2021, la compañía continúa inmersa en un proceso de normalización del negocio. Esto conlleva implícito una reducción de costes y una corrección de inventarios a lo largo del canal, que impacta negativamente a las ventas y que se extenderá a los próximos trimestres. El **plan de simplificación de costes** que pretende mejorar el EBITDA en 100M€ durante los próximos 3 años ayudará a suavizar este proceso. Hasta ahora se ha cumplido un 47% 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%). Por tanto, la compañía **deberá establecer nuevos objetivos a medio/largo plazo**.

Necesitamos ver una estabilización/cambio de tendencia en márgenes para cambiar nuestras perspectivas.

El **entorno sigue siendo desafiante** para la compañía. Estimamos un retroceso de ventas (-10%) y EBITDA (-11%). Tras un primer trimestre en el que ya estaban descontados unos resultados flojos, 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 (3,2x a cierre de 1T 2023). **Necesitamos ver una estabilización/ cambio de tendencia en los márgenes para cambiar nuestras perspectivas.**

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>

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y su difusión:

25/05/2023 10:28

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

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%
% Ventas	51,3%	52,8%	52,8%	51,0%	51,2%	51,5%	51,8%	51,8%	51,8%	
EBITDA	205	302	506	470	417	456	497	532	570	4,0%
Margen EBITDA	15,0%	20,3%	23,2%	19,7%	19,4%	20,3%	21,1%	21,6%	22,0%	
EBITDA Ajustado	269	321	549	512	462	476	512	547	586	2,8%
Margen EBITDA ajustado	19,7%	21,6%	25,1%	21,4%	21,5%	21,2%	21,7%	22,2%	22,7%	
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'22/27									
Activo no Corriente	2.171	2.038	2.651	2.800	2.710	2.633	2.568	2.513	2.467	-2,5%
Activo Corriente	826	768	855	973	1.007	1.123	1.250	1.386	1.527	9,4%
Total Activo	2.997	2.806	3.505	3.773	3.718	3.756	3.818	3.899	3.995	1,1%
Patrimonio Neto	1.445	1.428	1.622	1.679	1.710	1.762	1.836	1.926	2.032	3,9%
Pasivo No corriente	1.186	977	1.085	1.533	1.481	1.454	1.428	1.403	1.377	-2,1%
Pasivo Corriente	366	401	798	562	527	540	554	570	586	0,8%
Total PN+Pasivo	2.997	2.806	3.505	3.773	3.718	3.756	3.818	3.899	3.995	1,1%

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT	263,1	311,7	360,6	403,4	446,9
(-) Impuestos	-73,7	-87,3	-101,0	-112,9	-125,1
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	189,5	224,4	259,7	290,4	321,8
(+) Amortización & Depreciación	154,0	144,3	136,0	129,0	123,3
(-) Inversión en Activos Fijos	-64,5	-67,3	-70,6	-74,0	-77,6
(-) Inversión en Circulante	146,6	3,7	-8,6	-20,8	-21,8
Flujo de Caja Libre	425,7	305,2	316,5	324,7	345,6

Valor Empresa (EV)	4.338 WACC	8,7%
(-) Deuda Neta	1.315 g	1,5%
(-) Minoritarios	88	
Valor FFPP (EqValue)	2.934	
# 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 realizado 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	7,2%	17,7	19,3	21,0	23,2	25,8
	7,7%	16,0	17,3	18,8	20,6	22,7
	8,2%	14,5	15,6	16,9	18,4	20,1
	8,7%	13,2	14,2	15,3	16,5	18,0
	9,2%	12,1	12,9	13,8	14,9	16,1
	9,7%	11,1	11,8	12,6	13,5	14,5
	10,2%	10,1	10,8	11,5	12,3	13,2

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
26/05/2023	Vender	15,3
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

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>

Avda. de Bruselas, 14

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

3

28108 Alcobendas, Madrid

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

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y su difusión:

25/05/2023 10:28