

Fluidra (Pre-1T22): la demanda continúa mostrándose fuerte.

Martes, 3 de mayo de 2022

Álvaro Arístegui Echevarría

Prevedemos unos **resultados positivos correspondientes al 1T22**, que superen la previsión del mercado (nuestras estimaciones se sitúan por encima de la media del consenso) y por lo tanto sean **recibidos positivamente por un mercado que lleva penalizando a la compañía en previsión de un deterioro del negocio más intenso del real**. La incertidumbre continúa siendo elevada, principalmente con respecto a la evolución de los costes operativos (materias primas, energía, laboral, logística) y la solidez de la demanda en un entorno de desaceleración económica. No obstante, los datos continúan siendo sólidos, y los nuevos incrementos de precios implementados a partir del mes de marzo, junto con las continuas mejoras de eficiencia, deberían ayudar a mitigar los efectos en costes, y **mantener o incluso expandir los márgenes operativos**. Estimamos que **Fluidra registrará un nuevo ejercicio positivo de resultados**, situación que **no se ve reflejada en la evolución de la cotización**, que ha perdido un 25% del valor en lo que va de año, ofreciendo una **excelente oportunidad de entrada**. Reiteramos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR** y **P.O. de 32,86 eur/acc**, precio que implica una potencial de revalorización del 30% con respecto al precio de cotización actual.

FLUIDRA						Sobreponderar				
(mín de euros)	1T21	1T22e R4	Var % R4	1T22e cons.	Var % cons.	2021	2022e R4	Var % R4	2022e cons.	Var % cons.
Ingresos operativos	508	620	22%	603	19%	2.187	2.509	15%	2.425	11%
Beneficio bruto	274	330	20%	313	14%	1.162	1.371	18%	1.282	10%
Margen bruto	54,0%	53,2%	-0,7 pp	0,5 pp	-2,0 pp	53,1%	54,7%	1,5 pp	52,9%	-0,2 pp
EBITDA Aj.	135	158	17%	154	14%	549	628	15%		-100%
Mg EBITDA	26,5%	25,5%	-1,0 pp	25,6%	-1,0 pp	25,1%	25,1%	0,0 pp	0,0%	-25,1 pp
EBITDA *	128	150	17%	146	14%	506	603	19%	611,5	21%
Mg EBITDA	25,1%	24,2%	-0,9 pp	0,2 pp	-0,9 pp	23,2%	24,1%	0,9 pp	25,2%	2,1 pp
EBIT Aj.	100	118	18%	115	15%	382	457	20%	480,4	26%
Mg EBITDA	19,6%	19,0%	-0,6 pp	0,2 pp	-0,5 pp	17,4%	18,2%	0,8 pp	19,8%	2,4 pp
Beneficio neto Aj.	67	76	13%	74	10%	252	299	18%	325	29%

Destacamos:

- Un fuerte incremento de las ventas basado en 4 pilares: a) **crecimiento inorgánico**, tras las 5 adquisiciones efectuadas por Fluidra en 2021 y que no consolidaron en el 1T21, 2) **crecimiento orgánico**, en base a la fortaleza de la demanda, y consecuentemente al crecimiento de volúmenes y ticket medio, 3) **aumento de precios** medios implementados en octubre de 2021 y nuevamente en marzo de 2022 (estos se sentirán a partir del 2T22), 4) **efecto positivo de los tipos de cambio**, dada la revalorización del dólar estadounidense y el peso relativo de las ventas en esta región durante el 1T, 5) **efecto negativo comparativo de la extraordinaria situación climatológica en el sur de EE.UU. en 1T21**, y que supuso unas ventas excepcionales que la compañía cuantifico en alrededor de 30 mln eur. En base a estas situaciones estimamos un **incremento interanual de las ventas superior al 20%** durante el 1T22

(crecimiento inorgánico +8,75%, crecimiento orgánico +5%, incremento de precios medios +8,75%, efecto tipos de cambio +5,25% y efecto climatológico extraordinario -5,9% para un total de **+21,85%**) hasta **619,5 mln eur**.

- ▶ En cuanto a la **evolución de los márgenes** también apreciamos varios efectos: 1) mejora paulatina de los márgenes por **efecto medidas de eficiencia y sinergias** de las integraciones, 2) efecto positivo de los **incrementos de precios** medios, así como del **mix de productos**, 3) efecto positivo por el **incremento de volúmenes** y por lo tanto de apalancamiento operativo, 4) efecto negativo por **integración de negocios de menor margen**, 5) efecto negativo de las **subidas de costes de producción/operativos** (materias primas, personal, energía, transporte y logística).

En general, todas las compañías del sector está sintiendo la **presión al alcista de los costes** en los procesos productivos, Fluidra en particular, gracias al incremento de los volúmenes (mayor apalancamiento operativo), los incrementos de precios medios, el mix de productos, y sobre todo una **presencia internacional con varios centros de producción y logísticos que le han permitido evitar algunas situaciones negativas** en el funcionamiento de las cadenas de suministro, entendemos habrá **mitigado en gran medida los incrementos de costes**. De cara a la variación interanual del **margen EBITDA ajustado** prevemos un **empeoramiento de 100 p.b. hasta el 25,5%** (la compañía prevé finalizar el ejercicio con cierta expansión del mismo, pero entendemos que esto no ocurrirá durante el 1T22), para alcanzar un **EBITDA aj de 158 mln eur**, que supone un **incremento del 17,2%**. El **Bº Neto** del trimestre esperamos que se sitúe en **76 mln eur** con un **crecimiento interanual del 13%**. En cuanto a la **generación de caja**, prevemos un **nivel algo inferior al de trimestres anteriores**, por la **estacionalidad del negocio**, y porque prevemos que la compañía opte por **elegir sus inventarios** y niveles de producción en anticipación de posibles problemas en las cadenas de suministro como ha enfrentado en trimestres anteriores.

Estos resultados deberían convencer a un mercado, que **venía previendo un deterioro mucho mayor de los márgenes operativos**, como parece indicar fuerte castigo que ha experimentado el valor (**YTD -25%**). La **fortaleza de la demanda**, principalmente en el mercado estadounidense pero también en Europa, está permitiendo **absorber los incrementos de precios aplicados**, y junto con una **acertada política de adquisiciones**, permiten prever **otro ejercicio de fuerte crecimiento de los resultados**. Además, una **valoración menos exigente**, cotiza a unos multiplicadores **P/E 23e 14x y VE/EBITDA 23e 8x** con un **potencial de revalorización del 30% (P.O. 32,86 eur/acc.)**, implica un nivel de entrada atractivo para un líder mundial que opera un nicho de mercado con unas elevadas tasas de crecimiento y márgenes operativos.

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health y Almagro, y cobertura de Análisis en Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 70% Sobreponderar, 23% Mantener y 7% Infraponderar.