

Fluidra (Pre-2T22): el margen se resiente en el 2T22 ¿revertirá la situación de cara al 2S tras las subidas de precios? ¿aguantará la demanda?

Lunes, 25 de mayo de 2022

Álvaro Arístegui Echevarría

A medida que nos hemos acercado a la publicación de resultados del 2T22, nuestras elevadas perspectivas de cara al trimestre se han ido enfriando. A pesar de la positiva inercia en lo referente a las dinámicas de la demanda (libros de pedidos, niveles de nueva construcción de piscinas, climatología), la persistente inflación de costes, junto con las dificultades encontradas para trasladar las subidas de precios anunciadas en los meses de marzo y mayo (Fluidra no ha aplicado las mismas a los pedidos recibidos con anterioridad al anuncio de las mismas y que suponían buena parte de las ventas del trimestre), han impactado en los márgenes del trimestre. Esta situación debería corregirse en la medida en que estos incrementos de precios medios son aplicados al conjunto de las ventas, pero está por ver si la fortaleza de la demanda apreciada durante el primer semestre aguanta de cara a los próximos semestres. Por el momento, e inmersos en plena revisión de nuestras estimaciones de resultados y “equity story”, reiteramos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR** y P.O. de **32,86 eur/acc.**

FLUIDRA						Sobreponderar				
(mln de euros)	2T21	2T22e R4	Var% R4	2T22e cons.	Var % cons.	2021	2022e R4	Var % R4	2022e cons.	Var % cons.
Ingresos operativos	678	782	15%	768	13,2%	2.187	2.509	15%	2.506	15%
Beneficio bruto	358	406	13%			1.162	1.371	18%	1.326	14%
Margen bruto	52,8%	51,9%	-0,9 pp			53,1%	54,7%	1,5 pp	52,9%	-0,2 pp
EBITDA Aj.	195	200	2%	197	0,9%	549	628	15%	631	15%
Mg EBITDA	28,8%	25,5%	-3,3 pp	25,7%	-3,1 pp	25,1%	25,1%	0,0 pp	25,2%	0,1 pp
EBITDA	176	192	9%	186	5,8%	506	603	19%	612,0	21%
Mg EBITDA	25,9%	24,5%	-1,4 pp	0,2 pp	-1,7 pp	23,2%	24,1%	0,9 pp	24,4%	1,3 pp
EBIT Aj.	144	156	8%	158	9,4%	382	457	20%	509,0	33%
Mg EBITDA	21,3%	19,9%	-1,4 pp	20,6%	-0,7 pp	17,4%	18,2%	0,8 pp	20,3%	2,9 pp
Beneficio neto	107	102	-5%	107	0,1%	252	299	18%	309	22%

Destacamos:

- Prevedemos que de cara al **2T22** (el trimestre más relevante del año por volumen de negocio), los **ingresos de la compañía crecerán en torno al 15%**. Una cifra de crecimiento muy relevante, pero que muestra una **importante desaceleración secuencial si la comparamos con el 31% de crecimiento experimentado durante el primer trimestre** del año. El desglose de esta tasa de crecimiento es la siguiente: **6% por la contribución de las adquisiciones** realizadas durante 2021, **8% de crecimiento orgánico** (provieniendo una parte importante de los incrementos de precios implementados y en menor medida volúmenes), **5,25% por el efecto positivo de las variaciones de los tipos de cambio** (principalmente dólar estadounidense), y finalmente alrededor de **4% negativos por el efecto positivo que imprimió la climatología a las operaciones en el sur de Estados Unidos durante el 1S21** (que debió

compensarse en el segundo semestre). En todo caso, y aunque prevemos que se aprecie una fuerte desaceleración secuencial del crecimiento con respecto al extraordinario 1T22, **valoramos positivamente el crecimiento que estimamos para las ventas en el trimestre (+15,3%).**

- ▶ El mayor problema lo encontraremos en la **evolución de los márgenes** (margen EBITDA ajustado), para el que la compañía esperaba cierta expansión en el conjunto del ejercicio (+50 p.b.), pero que a la vista de como han evolucionado durante el 1S22, **consideramos que el objetivo planteado es prácticamente inalcanzable**, incluso a pesar de una **previsible mejora durante el segundo semestre**, lo que **podría llevar a la compañía a relajar este objetivo** (nuestra estimación no contemplaba esta mejora de margen, sino estabilidad del mismo, previsión que incluso podríamos vernos a tener que reducir).

Fluidra implementó una **subida de precios a finales de 2021**, seguida por hasta otras dos **subidas adicionales de precios durante 2022**. No obstante, habida cuenta de que la compañía decidió no aplicar las mismas a las ventas ya anticipadas (libro de pedidos), por el momento **estas subidas tan solo han sido parcialmente implementadas**, con lo que **no creemos que haya podido compensar la creciente presión en los costes de producción, generales y de administración**. En conjunto, prevemos un **deterioro del margen EBITDA ajustado de en torno a 330 p.b. durante el 2T22 hasta 25,5% (vs 28,8% en 2T21), 140 p.b. en lo referente al margen EBITDA**. Esta caída del margen, implicará que a pesar de un incremento de las ventas del 15% el **EBITDA ajustado tan solo crezca el 2% y hasta el 9% el EBITDA** (las diferencias entre EBITDA y EBITDA ajustado vienen reduciéndose considerablemente por el menor impacto de sinergias y costes extraordinarios). Una vez que las subidas de precios implementadas en los meses de marzo y mayo impriman todo su efecto, **los márgenes deberían recuperarse**, siempre y cuando los costes se mantengan relativamente estables desde los elevados niveles actuales, teniendo un **claro efecto positivo de cara a la segunda mitad del año**. En todo caso, y aún incluyendo ese positivo escenario, **no creemos que el margen ajustado del conjunto del ejercicio pueda ser superior al del ejercicio anterior**.

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, Making Science, Almagro y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

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: 79% Sobreponderar, 14% Mantener y 7% Infraponderar.