

Fluidra 3T22: deterioro considerable del negocio.

Viernes, 28 de octubre de 2022

Álvaro Arístegui Echevarría

Aunque Fluidra ya había realizado un avance de sus resultados en el que advertía del deterioro del negocio, hoy ha presentado los resultados del 3T22, que efectivamente dejan patente este deterioro. Si la compañía venía registrando un incremento de sus ingresos del 21,8% durante el 1S22, estos tan solo han avanzado un 0,8% interanual durante el 3T22, y en términos comparables (a tipos de cambio y perímetro constantes) estos incluso mostrarían un descenso del 8,9%. El deterioro del margen EBITDA aj. es igual de patente, habiendo perdido 510 p.b. con respecto al mismo periodo del año anterior situándose en 18,2%. La principal causa de este deterioro Fluidra lo achaca a un ajuste de unos inventarios anormalmente elevados en EE.UU. en el canal distribución y las peores condiciones económicas, principalmente en Norte de Europa, pero que han ido filtrándose a través del continente. Este hecho ha llevado a la venta de menores volúmenes, lo que ha provocado un aumento de inventarios en Fluidra y con ello, la deuda financiera también aumenta en línea con el fondo de maniobra. Fluidra ha reducido significativamente sus provisiones para el conjunto del ejercicio (2,4 bn de ingresos y más de 500 mln eur de EBITDA aj vs 2,5-2,6 bn eur y 600-630 mln eur respectivamente), y reconoce que las condiciones del mercado continuarán siendo muy adversas durante al menos los dos próximos trimestres, debido al ajuste de inventarios por parte de los distribuidores y las peores condiciones macroeconómicas, que incidirán en mayor medida en las ventas al segmento de nueva piscina.

Durante los próximos días vamos a proceder a la revisión de nuestro modelo de valoración y por lo tanto revisaremos nuestra recomendación y P.O. que a día de hoy son de Sobreponderar con un P.O. de 32,9 eur/acc.

FLUIDRA		Sobreponderar				
(min de euros)	3T21	3T22	Var %	9M21	9M22	Var %
Ingresos operativos	517	521	1%	1.704	1.967	15%
Beneficio bruto	271	268	-1%	904	1.007	11%
Margen bruto	52,4%	51,4%	-1,0 pp	53,0%	51,2%	-1,8 pp
EBITDA Aj.	120	95	-21%	451	455	1%
Mg EBITDA	23,3%	18,2%	-5,1 pp	26,4%	23,1%	-3,3 pp
EBITDA	111	88	-21%	415	437	5%
Mg EBITDA	21,5%	16,8%	-4,7 pp	24,3%	22,2%	-2,1 pp
EBIT	79	48	-40%	323	322	0%
Mg EBITDA	15,3%	9,1%	-6,1 pp	19,0%	16,4%	-2,6 pp
Beneficio neto	47	13	-73%	221	179	-19%

Destacamos:

- La compañía, espera recuperar algo de margen ebitda en 2023 con la subida de precios implementada y los ahorros de costes de 100 mln que iran en margen bruto y OPEX

- ▶ Fluidra ha cuantificado el impacto de la acumulación de inventarios en el canal distribución en EE.UU. en un rango de entre 300-350 mln usd, de los cuales 100 mln usd se habrían ajustado en el 3T22 y quedarían otros 200-250 mln usd que deberían ajustarse entre el 4T22 y 1T23. Esta situación ha reducido los volúmenes de ventas ya en el 3T22, lo que ha provocado un aumento de inventarios en la compañía, que tardaría en normalizarse por lo menos tres trimestres, en los cuales es previsible que los ratios de apalancamiento aumenten.
- ▶ A esta circunstancia, que podríamos considerar temporal, hay que añadir unas previsibles peores condiciones económicas, que incidirán en mayor medida en Europa y en el canal de nueva piscina. Esto ya ha sido patente en el 3T22, en el que las ventas en la región de Resto de Europa han descendido un 25% (27% en términos comparables) incidiendo también en el resto de la región, Sur de Europa 3T22 -7,5% (-7% en términos comparables). Por unidades de negocio, Fluidra prevé el mayor impacto de la desaceleración económica en la división de piscinas de nueva construcción, que ahora tiene un peso relativo del 30% en el conjunto de las ventas, residencial estaría sostenida en el fuerte aumento de la base de piscinas acontecido en los últimos ejercicios, mientras que comercial por el momento ha resistido por el repunte del los viajes y turismo, pero veremos de cara a 2023 y 2024. La compañía no prevé caída de márgenes por el mix de producto ya que comenta que los márgenes en el “aftermarket” son incluso mayores que en el resto de unidades de negocio.

Malas perspectivas para los dos próximos trimestres y visibilidad más reducida en adelante, aunque la compañía prevé recuperar márgenes en 2023 gracias a las subidas de precios anunciadas (digito medio en EE.UU. y digito medio bajo en EU a partir del 1 de octubre) y a las medidas de contención de costes que ha cifrado en más de 100 mln eur y que comenzará a extraer a partir del 4T22. La campaña de “early buy” en EE.UU. ha sido positiva en términos de volúmenes.

- ▶ Procedemos a revisar nuestras cifras para ajustarlas a la situación creada por la acumulación de inventarios en EE.UU. y el cuadro macro, tras las revisiones a la baja para el conjunto de las distintas economías que afectan a la compañía.

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), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, **Repsol**, Making Science, Inversa Prime Socimi 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 Opdenergy.

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: 73% Sobreponderar, 20% Mantener y 7% Infraponderar.