

SECTOR: INDUSTRIALES**RECOMENDACIÓN:** NEUTRAL**PRECIO OBJETIVO:** 19.30€

SÍNTESIS DE NUESTRA OPINIÓN: Compañía magníficamente gestionada, pero cuya cotización está dirigida a corto plazo por las condiciones - aún no concretadas formalmente - de la oferta de Siemens. Creemos que ésta consistirá en un canje de activos "endulzado" con un dividendo extraordinario no recurrente, pero no en una OPA que beneficie financieramente a corto plazo a los actuales accionistas de Gamesa mediante una prima elevada. Teniendo también en cuenta que, de acuerdo con nuestra valoración, el potencial de Gamesa es ya limitado (aprox. +13%), nos reafirmamos en nuestra recomendación en Neutral y aconsejamos ir tomando beneficios en el valor, salvo a aquellos accionistas que prefieran esperar a un hipotético dividendo extraordinario que creemos tendrá lugar, pero que en absoluto puede considerarse como seguro y que, en todo caso, será único (no recurrente).

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y notas publicadas por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre Gamesa .

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada, en base a la información más reciente y públicamente disponible, incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto recoge la información que más debe ser tenida en cuenta, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, su precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

NOTAS RECIENTES PUBLICADAS SOBRE GAMESA

28/07/2016

GAMESA (Neutral; Pº Objetivo 19,3€; Cierre 18,62€, Var. +0,6%): Resultados 2T'16 tan buenos o mejores que los del 1T y revisa al alza *guidance*.- Principales cifras comparadas con el consenso (Reuters). Ventas 2.192M€ (+32,8% vs +30% en 1T) vs 2.152M€ esperados; Ebit 230M€ (+69,7% vs +40% en 1T) vs 228M€ esperados; BNA 151M€ (+75,9% vs +16% en 1T) vs 150M€ esperados, que incluyendo Adwen son 138M€ (+42%); Caja Neta 287M€ vs 194 M€ en 1T. Libro de Pedidos 3.228MW vs 3.167M hasta marzo. **Eleva su *guidance* 2016: (i) Nuevos contratos** desde 3.800MW hasta 4.000MW, después de conseguir 1.200MW en el 2T y 2.180MW (+47,1%) en el 1S. **(ii) Margen EBIT** desde 9,0% hasta 9,5% vs 10,5% en el 1S'16. Equivale a un EBIT'16 de 430M€ vs 400M€ de objetivo anterior y de nuestras propias estimaciones ([link a nuestra última nota de Gamesa](#)). El EBIT 1S'16 es 230M€. La fusión con Siemens Wind deberá superar la aprobación de una Junta Extraordinaria de Accionistas que aún no se ha convocado, como ya se sabía. **OPINIÓN:** Vuelve a ofrecer resultados muy buenos por segundo trimestre consecutivo. Sobre todo la División de Aerogeneradores: 1.964M€ (+38%) y 2.180MW, cifra que extrapolada a año completo (aunque no siempre tiene sentido hacer esto) supera los 4.000MW de objetivo actualizado. Encadena 11 trimestres consecutivos de crecimiento a doble dígito. Todas las áreas geográficas crecen a ese ritmo: India +30%, LatAm +29%, Europa +22% y EEUU +14%. Uno de los aspectos más importantes es que **el 55% de los nuevos pedidos en el 1S son del nuevo modelo de aerogenerador G114 - 2.0MW/2.5MW**. Esto demuestra su buena acogida y elimina posibles dudas sobre la capacidad de reemplazo tecnológico de la nueva generación. La **contención de los costes de estructura** es otro factor determinante en estos resultados al permitir la mejora del Margen EBIT. El potencial de revalorización es limitado (+4%; Precio Objetivo 19,3€/acc.), pero eso es debido al *rally* que experimentado por el valor en 2016 (+17,7% vs -9,3% Ibex vs -8,2% EuroStoxx-50) gracias a la magnífica evolución de sus resultados y a la expectativa de una operación corporativa con

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José

Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/les-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativas/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.<http://broker.bankinter.com/><http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

Siemens, como finalmente ha sucedido. Nuestro Precio Objetivo implica un potencial de revalorización ya reducido, pero esto es así hoy precisamente por haberse cumplido nuestras estimaciones. Creemos que **la Compañía seguirá sorprendiendo positivamente y eso hace muy probable que la cotización supere la barrera de los 19€**, pero confirmamos nuestra recomendación en Neutral debido al limitado recorrido al alza pendiente. [Link directo a estos resultados.](#)

28/06/16

GAMESA (Neutral; Pº Objetivo 19,3€; Cierre 16,01€, Var. -2,67%): Gamesa y Siemens acuerdan la integración total de sus negocios eólicos, que culminará en octubre de 2017.- El Consejo de Administración de Gamesa y el Administrador único de Siemens Wind han aprobado el proyecto común de fusión, en el que ambas sociedades se integrarán mediante la absorción de la filial de Siemens por parte de Gamesa. Siemens recibirá acciones de Gamesa representativas del 59% del capital y los actuales accionistas de Gamesa tendrán el 41% restante. Siemens pagará un dividendo en efectivo de 1.047,2 M€, que será distribuido por Gamesa a sus accionistas una vez concluida la fusión, deduciendo los dividendos ordinarios abonados hasta el cierre de la operación. Dicho dividendo equivale a 3,75 € por acción, o una rentabilidad por dividendo extraordinaria (y única) del 23,4% considerando el cierre de ayer (16,01€). La integración dará lugar a una compañía con ingresos de 9.300 M€ y una cartera de pedidos de 20.000 M€. El Consejo de Administración estará formado por 13 miembros, de los cuales 5 serán nombrados por Siemens, 2 por Iberdrola, cuatro serán independientes y 2 ejecutivos. **OPINIÓN: En primer lugar**, el impacto en la cotización debería ser positivo, ya que la formalización del acuerdo supone un avance importante en la operación de integración de ambas compañías (que era nuestro escenario central) y el dividendo único de 3,75€ por acción, ligeramente superior al dividendo de 3,22€ que habíamos estimado en el informe diario publicado el pasado 17 de junio.

En segundo lugar, que el Consejo de Gamesa apruebe la operación es determinante, pero la junta de accionistas (JGO) del miércoles 22/6 debería aprobarla para que el camino quede realmente expedito desde el lado de Gamesa. **Es importante tener en cuenta que la operación sólo se va a realizar en una pequeña parte (900M€) en efectivo y que el resto será un canje de activos.** Es decir, Siemens conseguirá aprox. el 56% de la "nueva Gamesa" mediante la aportación de activos eólicos *onshore* más 900M€, mientras que los actuales accionistas de Gamesa retendrán el 41%, pero no recibirán una oferta en efectivo (ni mediante ninguna otra combinación posible), sino que serán accionistas en una proporción inferior a la actual (es decir, diluirán su participación) a cambio de un probable mayor valor de la misma, pero eso **dependerá de la calidad, rentabilidad y valoración que acepten las partes de cara a esta operación de los activos eólicos aportados por Siemens.** En una primera estimación, suponiendo que los 900M€ de efectivo que abonaría Siemens como parte de la compra se repartieran íntegramente entre los actuales accionistas de Gamesa, equivaldría a 3,22€/acc. ó una rentabilidad por dividendo extraordinaria (y única) del 18,8% considerando el cierre de ayer (17,1€). Esto último añadiría atractivo financiero a una operación que, como ya hemos comentado en notas anteriores, no sería financieramente y a corto plazo tan atractiva como parece para los actuales accionistas de Gamesa, puesto que no se tratará de una oferta por la Compañía, sino una toma de control mediante la aportación de activos. Esta es una de las razones que nos llevaron a reducir el 19 de mayo nuestra recomendación desde Comprar hasta Neutral ([link a nuestra nota](#)), tras realizar un "ajuste fino" a nuestra valoración por DCF desde 18,8€ hasta 19,3€. Es cierto que los - hipotéticamente y según deducciones nuestras - 3,22€/acc. de posible dividendo extraordinario y único "endulza" la operación, pero también es cierto que un potencial de +13% (valoración de 19,3€ vs cierre ayer en 17,1€) se presenta como algo justo como para no tomar algunos beneficios en el valor después de que haya subido desde los 13,9€ (+23%) en que se encontraba cuando empezó a filtrarse la operación. Además, **por último y en tercer lugar**, para que la operación salga adelante la CNMV debería eximir a Siemens de lanzar una OPA por el 100%, ya que en teoría estaría obligada a lanzarla al superar el 30%. Es probable que conceda el eximente porque concurriría en una de las excepciones que la ley contempla, que es la creación de un nuevo proyecto empresarial e industrial más ambicioso y no simplemente la toma de control de un grupo. Nuestro escenario central sigue siendo que finalizará con éxito la operación, pero

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José

Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/les-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

creemos que las condiciones de la misma tienen un atractivo limitado después del *rally* que ha disfrutado la cotización gracias a la expectativa sobre esta operación. Teniendo también en cuenta que, de acuerdo con nuestra valoración, el potencial de Gamesa es ya limitado (aprox. +13%), nos reafirmamos en nuestra recomendación en Neutral y **aconsejamos ir tomando beneficios en el valor**, salvo a aquellos accionistas que prefieran esperar a un hipotético dividendo extraordinario que creemos tendrá lugar, pero que en absoluto puede considerarse como seguro y que, en todo caso, será único (no recurrente).

17/06/16

GAMESA (Neutral; Pº Objetivo 19,3€; Cierre 17,1€, Var. +0,8%): Parece que la operación con Siemens saldrá adelante, aunque en términos menos atractivos de lo que parece para los actuales accionistas. Confirmamos nuestro Pr.Obj. en 19,3€ y nuestra recomendación de Neutral.- La posibilidad de una OPA de Siemens sobre Gamesa lleva tiempo siendo madurada por parte de ambas compañías y es algo bien conocido por el mercado. Sin embargo, parece que hay avances tangibles en 2 frentes: (i) **GE admite estar interesado en comprar Adwen.** (ii) **El Consejo de Administración de Gamesa de ayer aprobó la entrada de Siemens mediante una ampliación de capital aportando sus activos eólicos *onshore* (en tierra) y 900M€.** **OPINIÓN: En primer lugar, con respecto al interés de GE por Adwen, es una buena noticia, pero la postura de GE no parece fijada de manera definitiva, sino más bien apoyada, por ahora, en unas declaraciones de su CEO más bien de enfoque generalista. Adwen es una *JV* (compañía conjunta) al 50/50 entre Areva y Gamesa con activos en energía eólica *offshore* (marinos). Si GE comprase Adwen, facilitaría la operación Siemens/Gamesa porque los activos eólicos de Siemens son *offshore* y los que realmente le interesan de Gamesa son los *onshore*. Esto es así porque Siemens tiene una cuota mundial estimada en activos eólicos *onshore* del 10% y Gamesa del 4%, de manera que controlar Gamesa mediante una fusión/integración de los activos de ambas compañías le convertiría en líder mundial *onshore*, que es en la clase de activos en que quiere concentrarse. Por eso Siemens prefiere que Gamesa venda este negocio antes de presentar una oferta. El CEO de GE admitió ayer estar interesado en comprar Adwen y eso eliminaría uno de los obstáculos para la operación pero, en nuestra opinión, sus declaraciones son más orientativas que definitivas. Preguntado sobre esto por Le Figaro dijo que "Francia merece una fuerte industria de energía eólica marina" y admitió que "hay conversaciones con diferentes partes". No parece nada realmente concreto, probablemente porque sabe que Gamesa quiere vender Adwen para cerrar la operación con Siemens y no quiere generar expectativas que pudieran encarecer la compra. Adwen se valora en unos 400M€ y Gamesa tiene contabilizado su 50% por 74M€, de manera que estimamos afloraría plusvalías por unos 126M€. En segundo lugar, que el Consejo de Gamesa apruebe la operación es determinante, pero la junta de accionistas (JGO) del miércoles 22/6 debería aprobarla para que el camino quede realmente expedito desde el lado de Gamesa. Es importante tener en cuenta que la operación sólo se va a realizar en una pequeña parte (900M€) en efectivo y que el resto será un canje de activos. Es decir, Siemens conseguirá aprox. el 56% de la "nueva Gamesa" mediante la aportación de activos eólicos *onshore* más 900M€, mientras que los actuales accionistas de Gamesa retendrán el 41%, pero no recibirán una oferta en efectivo (ni mediante ninguna otra combinación posible), sino que serán accionistas en una proporción inferior a la actual (es decir, diluirán su participación) a cambio de un probable mayor valor de la misma, pero eso dependerá de la calidad, rentabilidad y valoración que acepten las partes de cara a esta operación de los activos eólicos aportados por Siemens. En una primera estimación, suponiendo que los 900M€ de efectivo que abonaría Siemens como parte de la compra se repartieran íntegramente entre los actuales accionistas de Gamesa, equivaldría a 3,22€/acc. ó una rentabilidad por dividendo extraordinaria (y única) del 18,8% considerando el cierre de ayer (17,1€). Esto último añadiría atractivo financiero a una operación que, como ya hemos comentado en notas anteriores, no sería financieramente y a corto plazo tan atractiva como parece para los actuales accionistas de Gamesa, puesto que no se tratará de una oferta por la Compañía, sino una toma de control mediante la aportación de activos. Esta es una de las razones que nos llevaron a reducir el 19 de mayo nuestra recomendación desde Comprar hasta Neutral ([link a nuestra nota](#)), tras realizar un "ajuste fino" a nuestra valoración por DCF desde 18,8€ hasta 19,3€. Es cierto que los - hipotéticamente y**

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José

Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/les-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativas/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

según deducciones nuestras - 3,22€/acc. de posible dividendo extraordinario y único "endulza" la operación, pero también es cierto que un potencial de +13% (valoración de 19,3€ vs cierre ayer en 17,1€) se presenta como algo justo como para no tomar algunos beneficios en el valor después de que haya subido desde los 13,9€ (+23%) en que se encontraba cuando empezó a filtrarse la operación. Además, **por último y en tercer lugar**, para que la operación salga adelante la CNMV debería eximir a Siemens de lanzar una OPA por el 100%, ya que en teoría estaría obligada a lanzarla al superar el 30%. Es probable que conceda el eximente porque concurriría en una de las excepciones que la ley contempla, que es la creación de un nuevo proyecto empresarial e industrial más ambicioso y no simplemente la toma de control de un grupo. Nuestro escenario central sigue siendo que finalizará con éxito la operación, pero creemos que las condiciones de la misma tienen un atractivo limitado después del *rally* que ha disfrutado la cotización gracias a la expectativa sobre esta operación. Teniendo también en cuenta que, de acuerdo con nuestra valoración, el potencial de Gamesa es ya limitado (aprox. +13%), nos reafirmamos en nuestra recomendación en Neutral y aconsejamos ir tomando beneficios en el valor, salvo a aquellos accionistas que prefieran esperar a un hipotético dividendo extraordinario que creemos tendrá lugar, pero que en absoluto puede considerarse como seguro y que, en todo caso, será único (no recurrente).

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José

Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

Sector: Industrial

Reducimos recomendación hasta Neutral. Es momento de tomar beneficios.

GAMESA

Precio Objetivo: 19,3 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.888 M€
Último: 17,50 €/acc.
Nº Acciones (M.): 279,3 M acc.
Min / Max (52 sem): 10,9€/acc./18,3€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters: GAM.SM / GAM.MC
Principales Accionistas: Iberdrola (19,7%) y Dimensional Fund (5,3%).

Principales cifras y ratios

	2016e	2017e	2018e	2019e	TAMI (1)
Ingresos	4.029	4.473	4.830	5.217	9,0%
Ebitda	600	626	676	730	6,8%
Margen Ebitda	14,9%	14,0%	14,0%	14,0%	
BNA	258	253	269	278	2,5%
BPA (€/acc.)	0,92	0,91	0,96	1,00	2,5%
Caja Neta (M€)	-280	-175	-106,8	-16	
PER	18,9	19,3	18,1	17,6	
Yield (2)	1,3%	1,6%	1,7%	1,7%	

(1) Tasa Anual Media de Incremento. (2) Rentabilidad por dividendo.

Evolución trimestral de las principales cifras

	1T'16	1T'15	Var. a/a
Ingresos	1.064	820	30%
Ebitda	177,6	115,6	54%
Margen Ebitda	16,7%	14,1%	
EBIT	118,6	94,7	25%
Margen Ebit	11,1%	11,5%	
BNA	72,9	62,6	16%

Valoración, resumen

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,00%
Coste de capital (Ke)	10,7%
Coste de la deuda (Kd)	5,0%
Prima de riesgo (Rp)	7,0%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,6%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	7,1%
Beta	1,3
Precio objetivo (€/acc.)	19,3
Cotización (€/acc.)	17,5
Potencial revalorización	10,3%

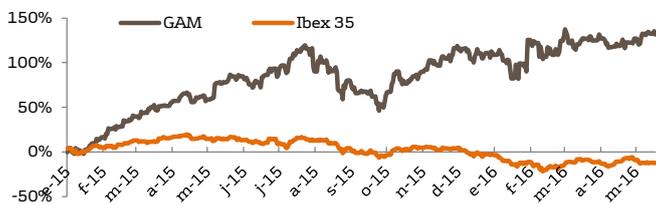
Potencial revalorización 10,3%

GUIDANCE 2015-17 ambicioso.

	Obj. 15	Obj. 16	1T'16
Volumen (MWe)	3.180	> 3800	1.061
Ebit recurrente	294	> 400	119
Margen Ebit	8,40%	> 9%	>11,1%
Capex s/ventas	4,80%	4%-5%	3,0%

Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

Evolución bursátil Gamesa vs Ibex-35



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

Nuestra visión sigue siendo positiva: los resultados 1T'16 fueron sólidos, mantiene un "guidance" ambicioso que creemos que alcanzará y la posible operación corporativa con Siemens sigue siendo un catalizador. Una vez analizados los resultados 1T'16 realizamos un ajuste "fino" del Precio Objetivo y lo elevamos hasta 19,3€/acc. desde 18,8€/acc. publicado el 29/01. A pesar de este ligero ajuste, el potencial se ha estrechado considerablemente (+10%), motivo por el cual reducimos recomendación hasta Neutral desde Comprar. Creemos que es buen momento para tomar beneficios.

Nuestra opinión sigue siendo positiva...

:: Análisis de Resultados: en el 1T'16 volvió a ponerse de manifiesto el buen *momentum* del sector y cómo ha conseguido incrementar su presencia en determinadas áreas geográficas estratégicas, como India. En términos de evolución de negocio se aprecia un importante aumento de Ventas 3.504M€ (+23%), Ebitda 178M€ (+54%) y BNA 72M€ (+16%). Estos resultados también reflejaron la solidez de su balance: mantiene caja neta positiva de 194M€ (aunque menor a los 301M€ registrados en 4T'15). Por lo tanto fueron unos resultados muy sólidos, en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda (volumen de actividad +49%).

:: Ambiciosos Objetivos 2016: va cumpliendo holgadamente con los objetivos comprometidos para el conjunto del año, entre los que destacamos: volumen de actividad por encima de los 3.800MW, Ebitda superior a 400M€ y margen Ebit superior a 9%. ROCE: 19,4%.

:: Posible operación corporativa: las negociaciones sobre un posible acuerdo con Siemens continúan su curso, aunque desde la publicación de esta noticia no ha habido variaciones relevantes. La principal cuestión es qué va a ocurrir con Adwen, *joint venture* que creó con Areva, y si las autoridades de la competencia europeas van a aceptar la operación. El hecho de que pueda concluir con éxito esta adquisición supone uno de los principales catalizadores para el valor en el corto plazo. No obstante esto es algo que está ya prácticamente recogido en el precio. Según nuestros cálculos, los cuales ya publicamos el pasado día 29/01, la prima que pagaría Siemens superaría el 20% (hasta 17€/acc. desde 14,4€/acc. del cierre del día anterior al conocimiento de la noticia (28/01)), pero esto, en nuestra opinión, ya ha sido recogido por la cotización. Este precio supondría aceptar un multiplicador de 9,5x EV/Ebitda. Como referencia, Nordex adquirió Acciona Wind Power aceptando un múltiplo de 8,7x. Por lo tanto, la diferencia parece razonable si se tiene en cuenta la menor dimensión de Acciona Wind Power, cuota de mercado mundial, tecnología y crecimiento que Gamesa. Otorgamos a la posibilidad de que esta operación corporativa siga hacia delante una probabilidad elevada, en el entorno del 60%. En el caso de que finalmente no fuera aprobada supondría un factor muy negativo para el valor, siendo éste el principal riesgo que identificamos. Por ello, hemos elevado la prima de riesgo aplicada hasta el 7% desde el 5%.

... pero estos catalizadores ya han sido recogidos.

:: Conclusión:

Gamesa ha sido tanto en 2015 como en 2016 uno de nuestros valores favoritos y ha estado presente en nuestras carteras tanto de 5, como de 10 y 20 valores. Continuamos defendiendo que es una compañía muy sólida, con visibilidad de resultados, eficiencia en la gestión y muy bien posicionada en áreas estratégicas como puede ser India. A pesar de todo ello reducimos recomendación desde Comprar hasta Neutral. ¿Por qué? sencillamente porque todos estos factores ya fueron incluidos en nuestra valoración publicada el 29/01 y no encontramos catalizadores adicionales que nos permitan realizar más allá de un "ajuste fino" en el precio objetivo. Este ajuste refleja fundamentalmente unos resultados mejores que nuestras estimaciones. Por otra parte, GAM cotiza a unos ratios menos atractivos que sus comparables (Vestas y Nordex), como se aprecia en la página siguiente. Es buen momento para tomar beneficios.

:: Síntesis de Valoración:

Hemos realizado su valoración mediante el método de descuento de flujos de caja. Estimamos que los ingresos aumentarán (2015/2020) a una tasa TAMI (Tasa Anual Media de Incremento) +10%, el Ebitda +8% y BNA +9%. Hemos aplicado una tasa WACC (coste de los recursos) de 7,1%. Hipótesis lo suficientemente exigentes considerando que las geografías en las que se ubica no siempre son desarrolladas (LatAm 26% Ventas) e India (26%) y el riesgo (no es nuestro escenario central) de una cancelación de la operación corporativa con Siemens.

Belén San José Eva del Barrio Ana Achau
Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 15/20
Ingresos	3.504	4.029	4.473	4.830	5.217	5.530	9,6%
MW Vendidos	3.244	3.694	4.060	4.341	4.642	4.872	8,5%
Margen Bruto	2.984	3.429	3.846	4.154	4.486	4.756	9,8%
EBITDA	520	600	626	676	730	774	8,3%
<i>Margen Ebitda</i>	14,8%	14,9%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	
EBIT	323	400	405	433	464	484	8,4%
Margen Ebit	9,0%	9,9%	8,9%	9,0%	8,9%	8,8%	
BAI	254	359	346	359	371	367	7,7%
Impuesto de Sociedades	-77	-100	-94	-90	-93	-92	3,7%
BNA	177	258	253	269	278	275	9,2%
BPA	0,63	0,92	0,91	0,96	1,00	0,99	9,2%

TAMI es la Tasa Media Anual de Incremento

Resumen Balance de Situación	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 15/20
Inmovilizado	1.580	1.872	2.206	2.517	2.865	3.219	15,3%
Activo Circulante	3.061	3.533	3.913	4.200	4.716	4.755	9,2%
<i>Existencias</i>	803	756	838	893	952	997	4,4%
<i>Deudores</i>	1.113	1.299	1.429	1.531	1.639	1.722	9,1%
<i>Tesorería</i>	898	1.213	1.360	1.469	1.795	1.682	13,4%
<i>Otros activos corrientes</i>	247	266	286	307	330	355	7,5%
Total Activo	4.641	5.405	6.119	6.718	7.581	7.975	11,4%
Patrimonio Neto	1.784	1.978	2.167	2.356	2.551	2.807	9,5%
Pasivo Circulante	1.938	2.095	2.338	2.538	2.755	2.936	8,7%
Deuda Financiera	548	933	1.185	1.362	1.779	1.699	25,4%
Otros Pasivos	371	399	429	461	496	533	7,5%
Total Pasivo	4.641	5.405	6.119	6.718	7.581	7.975	11,4%
Deuda Financiera Neta	-350	-280	-175	-107	-16	17	

Valoración Descuento Flujos de Caja Libre	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 15/20
BNA	258	253	269	278	275	
(+) Amortiz. & Prov.	99	120	142	165	189	
CFN	357	373	412	443	464	
(+) Financieros (1-T)	30	42	53	67	84	
CFO	387	415	464	510	548	
(-) Inversiones	-193	-214	-169	-183	-166	
(+/-) Var. (AC-PC)	18	31	43	50	53	
CFLO	212	231	339	377	435	

Valor Residual 7.125,6 €

Matriz de Sensibilidad. Valoración DCF

Precio Objetivo, diferentes escenarios

WACC	Precio Objetivo, diferentes escenarios						
	0,40%	0,60%	0,80%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
6,4%	20,5	21,2	21,9	22,7	23,7	24,9	26,2
6,6%	19,5	20,1	20,8	21,5	22,4	23,4	24,6
6,9%	18,6	19,1	19,7	20,3	21,2	22,1	23,1
7,1%	17,7	18,2	18,7	19,3	20,1	20,9	21,8
7,4%	16,9	17,3	17,8	18,4	19,1	19,8	20,7
7,6%	16,1	16,6	17,0	17,5	18,1	18,8	19,6
7,9%	15,4	15,8	16,2	16,7	17,3	17,9	18,6

Potenciales, dependiendo de los diferentes escenarios

WACC	Potenciales, dependiendo de los diferentes escenarios						
	g	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%
6,4%	17%	21%	25%	30%	36%	42%	49%
6,6%	11%	15%	19%	23%	28%	34%	40%
6,9%	6%	9%	13%	16%	21%	26%	32%
7,1%	1%	4%	7%	10%	15%	20%	25%
7,4%	-4%	-1%	2%	5%	9%	13%	18%
7,6%	-8%	-5%	-3%	0%	4%	8%	12%
7,9%	-12%	-10%	-7%	-5%	-1%	2%	6%

Valoración por Comparables

Compañía	Capitalización (M€)	PER16e	PER17e	EV/Vtas 2016e	EV/Vtas s	EV/Ebitda a 2016e	EV/Ebitda 2017e	ROE 2016r	Rent. Divid.2016e
NORDEX	2.385	19,9	15,6	0,60	0,60	7,4	6,1	17,4%	0,00%
VESTAS	13.208	16,6	16,5	1,20	1,20	7,80	8,12	25,5%	1,7%
GAMESA	4.906	18,9	19,3	1,34	1,21	8,98	8,61	13,1%	1,3%
Media del Sector	6.833	18,5	17,2	1,05	1,00	8,06	7,61	18,7%	1,01%

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción 'open weblink in Browser' con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid