

SIEMENS

Sector: Industrial

Precio Objetivo 125,7

Recomendación: Neutral

3T20 complejo, pero mejor al esperado

Analista: Aránzazu Cortina

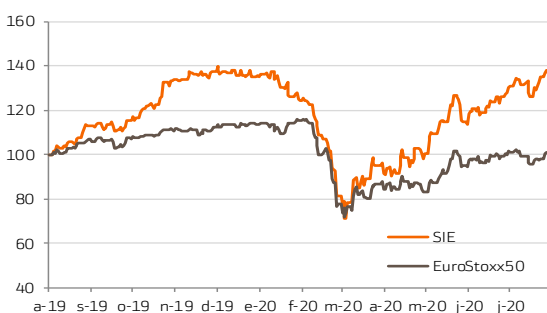
Datos Básicos

Precio Mercado (€):	117,44 €
Capitalización (M €):	99.824
Nº Acciones (M.):	850
Mín/Max (52 sem) (€):	60,88/119,9
Cód. Reuters / Bloomberg:	SIEGn.DE / SIE GY

Pples datos	2019r	2020e	2021e
Ingresos	86.849	57.987	60.222
% inc.	4,6	-33,2	3,9
EBITA	7.517	6.119	7.185
Mgn %	8,7	10,6	11,9
Bº Op. Continuas	5.645	4.543	5.335
Bº Op. Discontin.	2	-1.027	307
B.N	5.647	3.517	5.642
BNA	5.173	3.368	5.277
BPA (€)	6,3	5,4	6,1
% inc.	-7,9	-15,0	13,1
DPA	3,8	2,7	3,3
% inc.	5,6	-29,3	24,4

Ppales ratios	2019r	2020e	2021e
PER (x)	18,3	29,6	18,9
VE/EBITDA	11,7	15,8	13,0
Rentab. dividendo	3,2%	2,3%	2,8%
P/V (x)	2,0	2,1	2,2

Evolución bursatil (1 año)



Resultados Trim	3T19*	3T20	
Pedidos	15.566	14.402	-7%
Ingresos	14.238	13.491	-5%
EBITA Adt (A. Ind)	1.662	1.792	8%
Mg. % (A. In)	12,6	14,3	13%
Bº Act. Cont.	1.059	986	-7%
Bº Act. Disont.	78	-451	-678%
BNA	1137	535	-53%

* datos Comparables

En un entorno de mercado complejo, el 3T20 fiscal de Siemens superó las estimaciones de consenso. La sorpresa positiva vino del margen EBITA ajustado (14,3%), especialmente por la división de Industrias Digitales. Siemens espera un "descenso moderado" en ingresos "comparables" en 2020 y un *book-to-bill* (pedidos/ventas) por encima de 1x. La compañía ha centrado sus actividades continuadas en negocios de mayor margen. Se encuentra en proceso de segregación y listado del 55% S. Energía (previsto para septiembre), lo que podría generar costes/impuestos adicionales en 4T20. Nuestra valoración por Suma de Partes apunta 125,7€/acc. Neutral.

:: 3T20 afectado por la pandemia, pero mejores de lo esperado.

:: Las principales cifras del 3T20 fiscal (abril-jun20) vs consenso de la compañía: Ingresos 13.491M€ (-5% a/a; datos comparables ajustados por cambios de perímetro) vs 12.754M€ estimado, EBITA ajustado de la Actividad Industrial (Industria Digital, Smart Infrastructure y Mobility, junto al 85% de Healthineers) 1.792M€ (+8% a/a) 1.165M€ est., con margen del 14,3% (vs 12,6% del 3T19) y Beneficio neto de 535M€ (-53% a/a) vs 51 M€ est. El Beneficio de las actividades continuadas bajó un 7% a/a a 986M€, mientras que las act. discontinuadas registraron pérdidas de -451M€ vs +78M€ en el 3T19 (recordar que SGRE registró -466M€ en 3T20, en parte por problemas en el negocio de *Onshore*).

:: La entrada de pedidos >1x: 14.402M€ en 3T20 (-7% a/a) vs 13.672M€ estimado para Actividades Industriales (*book-to-bill* 1,07x sobre todo por contratos en Mobility, fundamentalmente por una adjudicación de trenes de alta velocidad en Alemania).

:: El margen de los Negocios Industriales de 14,3% (vs 12,6% 3T19) impulsado por Industrias Digitales (ID) con un margen EBITA del 24,5% (vs 14,3% del 3T19), gracias a ahorros de costes y el impacto positivo de la revalorización por 211M€ de su participación en Bentley Systems, que añadió 570pb (vs efecto negativo el año anterior). **Siemens Healthineers (SHL)** mantuvo el margen EBITA en 14,8% vs 15,2%. **Movilidad (MO)**, registró un 7,1% vs 10,4% anterior (aunque fuerte en ingresos y pedidos) y Smart Infrastructure (SI) mostró un descenso al 7,4% desde el 9,6%, por los menores volúmenes en productos de mayor margen. En Servicios Financieros SFS, RoE del 4,6% en el 3T20 (15,1% en 9M20), debido a ajustes de valor (*impairments*) y el aumento de las provisiones.

:: La deuda neta ajustada para las Actividades Industriales asciende a 14.677M€. La caja y equivalentes a 13.400M€. El Flujo de caja libre de +2.642M€ en los 9M20, en su mayoría generada en el 3T20.

:: Objetivos 2020: Siemens espera de un "descenso moderado" en ingresos comparables (las Ventas de 2019 excluyendo las actividades que se agrupan en Siemens Energy se habrían situado en 58.800M€) y un *book-to-bill* (pedidos/ventas) por encima de 1x. La compañía no ha dado más guías y objetivos de BPA para el conjunto del año fiscal 2020, ante las circunstancias generadas por el Covid-19 y el proceso de *spin off* de Siemens Energy, que puede suponer costes e impuestos extraordinarios, por la segregación.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérd. y Gan.	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI 19-25e
Ingresos	86.849	57.987	60.222	62.452	64.700	67.043	69.485	2,8%
- Digital Industries	16.087	15.316	15.469	15.701	15.937	16.176	16.418	0,3%
- Smart Infrastructure	15.225	14.518	15.099	15.703	16.331	16.984	17.663	2,5%
- Mobility	8.916	9.155	9.613	10.093	10.598	11.128	11.684	4,6%
- Siemens Healthineers	14.517	14.784	15.760	16.627	17.458	18.331	19.247	4,8%
- Oil&Gas y SGRE (Op. discount.)	27.890	-	-	-	-	-	-	-
- Otros	4.214	4.214	4.282	4.329	4.377	4.425	4.472	1,0%
EBITDA	9.607	7.837	9.608	10.156	10.705	10.989	11.338	2,8%
	11,1%	13,5%	16,0%	16,3%	16,5%	16,4%	16,3%	
EBIT	6.189	5.346	6.852	7.418	7.983	8.283	8.646	5,7%
	7,1%	9,2%	11,4%	11,9%	12,3%	12,4%	12,4%	
BAI	7.517	6.119	7.185	7.761	8.335	8.688	9.061	3,2%
B° Operaciones Continuas	5.645	4.543	5.335	5.762	6.189	6.451	6.728	
B° Operaciones Discontinuas	2	-1.027	307	525	729	721	823	
BN	5.647	3.517	5.642	6.288	6.918	7.172	7.551	5,0%
BNA	5.173	3.368	5.277	5.890	6.488	6.711	7.089	5,4%

Resumen Balance de Situación	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI 19-25e
Activo No Corriente	79.879	63.622	63.365	63.123	62.896	62.681	62.479	-4,0%
Act. Dispon. Venta	238	41.938	42.245	42.770	43.499	44.221	45.044	-
Activo Corriente	56.410	39.137	41.862	42.988	44.124	45.307	46.541	-3,2%
Caja e IFT	13.722	13.589	13.145	13.704	14.926	16.227	17.594	4,2%
Total Activo/Pasivo	150.249	158.285	160.616	162.586	165.445	168.437	171.658	2,2%
PN	50.983	47.684	50.180	52.599	55.199	57.917	60.740	3,0%
Pasivo no corriente	48.541	53.624	52.624	51.124	50.124	49.124	48.124	-0,1%
Pasivo dispon. Venta	2	27.160	27.467	27.992	28.721	29.443	30.266	-
Pasivo corriente	50.723	29.817	30.345	30.871	31.400	31.953	32.528	-7,1%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración por Suma de Partes

	Esc. Central			Esc. Pesimista		Esc. Optimista	
	2021E EBITDA (M€)	Múltiplo EV/EBITDA (x)	EV (M€)	Múltiplo EV/EBITDA (x)	EV/EBITDA	Múltiplo EV/EBITDA (x)	EV/EBITDA
Digital Industri	3.041	12,7	38.591	10,8	32.802	14,6	44.380
Smart Infrastru	2.034	12,7	25.815	10,8	21.943	14,6	29.687
Mobility	1.357	10,3	13.935	8,7	11.845	11,8	16.025
SHL	3.256	14,4	46.799	12,4	40.265	16,4	53.333
S. Energy	1.921	9,4	18.057	8,2	15.752	12,4	23.820
			143.197		122.606		167.245
SFS	RR.PP. 2.593	P/BV Obj. 1,11	V.RR.PP. 2.881	P/BV Obj. 0,89	2.305	P/BV Obj. 1,33	3.457
Deuda Neta			-30.602		-30.602		-30.602
Ajuste Deuda SFS			25.500		25.500		25.500
Provisiones, Pensiones y otros			-10.996		-10.996		-10.996
DFN Industrial			-16.098		-16.098		-16.098
S. Energy Ajustes (DFN y Minor.)			-8.240		-7.730		-9.864
Minoritarios (15% SHL y otros)			-7.575		-6.595		-8.556
Pta. Equiv. y otros ajustes			126				
			114.290		94.613		136.310
Dto. Holding (-10%)							
Total Valor			102.861		85.152		122.679
Nº acc. (diluidas)			818		818		818
P. Obj.			125,7		104,1		149,9
			7,0%		-11,4%		27,7%

:: Recomendación Neutral. P. Objetivo: 125,7€/acc.

La valoración del Grupo por Suma de Partes nos conduce a un P. Obj.: de 125,7€/acc. lo que supone un potencial limitado +7,0%. **Recomendación Neutral.** Aplicamos a los **Negocios Industriales múltiples de compañías comparables**, para la cotizada SHL al **precio medio de consenso de mercado** y en **S. Energy**, en esta aproximación preliminar, a la espera de más detalles en los próximos Investors Days (de SGRE y S.Energy) hemos aplicado el **múltiplo implícito en nuestra valoración de SGRE** (P. Obj: 15,50€. Vender). Para la parte financiera **SFS** hemos aplicado **P/BV teórico**, con un RoE objetivo central del 12%. Aplicamos un descuento como *holding* del 10% a los tres escenarios.

Hemos elaborado dos escenarios adicionales (pesimista y optimista), para los que en general aplicamos un +/-15% al múltiplo del escenario central. En el caso de Siemens Energy en el escenario negativo hemos aplicado -15% al múltiplo y el positivo el implícito en el precio de mercado de SGRE. En SFS hemos aplicado +/-2% al RoE central.

Nuestras estimaciones contemplan un descenso de los ingresos comparables de las actividades continuadas del -1,4% y un margen EBITA del 13,1% en el año (desde 14,3% en 3T20 y 12,7% en 9M20), con un beneficio estimado de 4.543M€ (vs 3.218M€ en 9M20) y una recuperación progresiva de márgenes en 2021. En las actividades discontinuadas incluimos el 100% de Siemens Energy, estimamos unas pérdidas de -1.027M€ en el año (vs -897M en 9M20) y +307 en 2021E, si bien, habrá que esperar a tener más detalle sobre costes de la segregación.

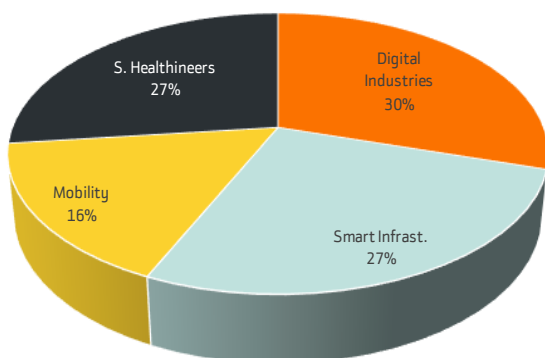
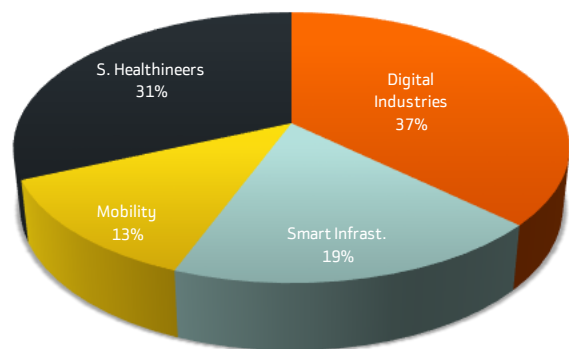
:: Reestructuración en curso. Spin-off de Siemens Energy. Investor Day en septiembre.

La estrategia de Siemens, reflejada en su programa "Vision 2020+" tenía como objetivo, desde hace años, dar más independencia a los negocios. En este entorno, a finales de septiembre la compañía finalizará el proceso de segregación y salida a bolsa de Siemens Energy, donde se han concentrado los activos de la división de Gas&Power y su participación en Siemens Gamesa Renewable Energy (SGRE, el 67%).

Siemens entregará a sus accionistas el 55% de S. Energy, en la proporción de una acción de S. Energy por cada dos de Siemens. La compañía mantendrá una participación directa del 35,1% y un 9,9% en Siemens Pension-Trust La intención del Grupo es seguir **rebajando la participación en los 12 a 18 meses posteriores**. Ambas compañías tienen entre sus objetivos mantener *pay-outs* entre 40%-60% (aunque no se espera la distribución por parte de S.Energy respecto al ejercicio fiscal 2020). En los últimos resultados trimestrales S. Energy ha pasado a estar en Operaciones discontinuadas y pasará a consolidar por Puesta en equivalencia tras la colocación.

Por tanto, esta operación supone una especie de dividendo en acciones a los accionistas de Siemens. **Por el lado del Grupo**, Siemens centra sus Negocios Industriales en actividades con márgenes EBITDA superiores al 10% en 2019 (Digitalización Industrial, Inteligencia de Infraestructuras, Transporte y su participación en el 85% de S. Healthineers), mientras que Siemens Energy gana independencia en su estrategia, asignación de capital y presupuesto de inversiones. En **una primera aproximación**, aunque a la espera de la información del *Investor Day* sobre S. Energy, previsto para comienzos de septiembre, consideramos que el *spin off* **podría suponer en torno al 14% del EV y en torno al 10% del Equity del Grupo** (c10.000M€). Siemens ya ha realizado operaciones similares en el pasado, como el listado en 2013 de Osram Licht.

Por último, la participación en **Siemens Healthineers (SHL) se diluirá del 85% al entorno del 72%**, tras la oferta anunciada por 100% de Varian (unos 13.947M€ en efectivo o 177,5\$/acc). La operación se financiará con una ampliación de capital en SHL y bonos. **Siemens no acudirá a la ampliación**, aunque dará un préstamo puente (Siemens tiene un *rating* de A+/A1) y seguirá siendo el accionista mayoritario a largo plazo. Varian es el líder global en cuidados de cáncer. La operación supone en torno al 31,7% de la capitalización bursátil de Healthineers y **será relutiva en los primeros 12 meses**.

Negocios Industriales⁽¹⁾: Distribución Ingresos 2019**Negocios Industriales: Beneficio⁽²⁾ 2019**

(1) Cifras 2019 comparables tras la reclasificación de G&P y SGRE. (2) EBITA ajustado

Fuente: Compañía

Siemens ha centrado sus Negocios Industriales en cuatro áreas: (i) Digitalización Industrial (DI); (2) Infraestructura Inteligente (SI); (3) Movilidad (MO) (4) Siemens Healthineers (con 85% de SHL), compañía de tecnología médica (diagnóstico por imagen y servicios de salud). Se encuentra actualmente en el proceso de segregación de Siemens Energy (SE), donde ha concentrado su división de Gas&Power y su participación del 67% en Siemens Gamesa Renewable Energy. Por otra parte, cuenta con una financiera, Siemens Financial Services (SFS) y otras compañías de servicios inmobiliarios y corporativos.

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

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

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

La compañía ha sido informada antes de la publicación de esta nota.

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant

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