

SIEMENS

Sector: Industrial

Precio Objetivo: 150,2 €/acc.

Recomendación: Neutral

Transformación digital de la economía real

Analista: Aránzazu Cortina

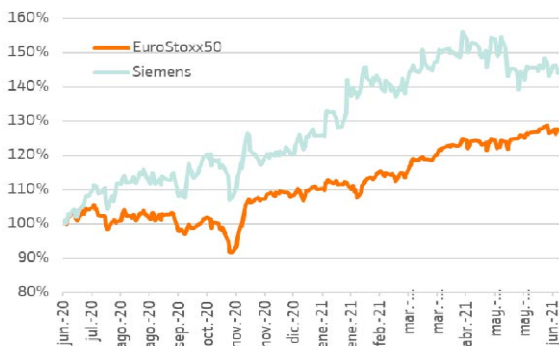
Datos Básicos

Precio Mercado (€):	135,24 €
Potencial (%):	11,1%
Capitalización (M €):	114.954
Nº Acciones (M.):	850
Mín/Max (52 sem) (€):	93,48/145,96
Cód. Reuters / Bloomberg:	SIEGn.DE / SIE GY

Pples datos(M€)	2020	2021e	2022e
Ingresos	57.139	59.488	63.310
% inc.	-34,2	4,1	6,4
EBITA	5.672	7.342	7.942
Mgn %	9,9	12,3	12,5
Bº Op. Continuas	4.290	5.874	6.195
Bº Op. Discontin.	-90	8	188
B.N	4.200	5.882	6.383
BNA	4.030	5.404	5.859
BPA (€)	5,0	6,6	6,9
% inc.	-20,2	31,0	5,1
DPA	3,5	4,0	4,2
% inc.	-7,9	13,2	5,1

Ppales ratios	2020	2021e	2022e
PER (x)	26,6	19,8	18,3
VE/EBITDA	14,2	10,8	9,6
Rentab. dividendo	2,6%	3,0%	3,1%
P/Vc (x)	2,5	2,9	2,7

Evolución bursatil (1 año)



Rltados Trim	2T20	2T21	%
Pedidos	15.150	15.879	5%
Ingresos	14.225	14.665	3%
EBITA Adt (A. Ind)	1.592	2.088	31%
Mg. % (A. In)	12,1	15,1	25%
Bº Act. Cont.	992	1.516	53%
Bº Act. Disont.	-295	874	-396%
BNA	697	2.390	243%

¹ PPA - "Purchase price allocation"

Siemens destacó ayer en su Capital Markets Day su posición para dar soluciones de transformación digital y energética a sus clientes, al **combinar la experiencia digital con la economía real**. Desde un punto de vista financiero, destacaríamos: **(1) proyectan un crecimiento de BPA (pre-PPA¹) a dígito simple alto**, con Digital Industries como principal catalizador. Sin embargo, **a corto plazo, el cambio del modelo de ingresos desde pago al inicio hacia "software as a service" (SaaS) tendrá un impacto negativo inicial en márgenes; (2) objetivo de aumento progresivo del dividendos**, más un programa de recompra de 3.000M€ a 5 años; y **(3) objetivo de apalancamiento Industrial** que se eleva a 1,5x DFN/EBITDA.

Siemens se encuentra bien posicionada hacia áreas donde se espera un crecimiento potencial a medio plazo, aunque **a corto plazo el cambio del modelo de ingresos** en Digital Industries afectará a los márgenes. Por ello y tras una revalorización en el año del 15,2% en el año, **recomendación Neutral. P. Obj: 150,2€/acc. (vs 142,6€/acc. ant)**

:: Objetivos financieros para el Grupo, a un plazo medio de ciclo (de 3-5 años): (1) Crecimiento de ingresos comparables, entre 5% / 7% (vs 4% / 5% ant.); (2) Crecimiento de BPA (pre-PPA) de dígito simple alto; (3) ROCE entre 15%/20% hacia 2023e (excluyendo el efecto de la compra de Varian); (4) DFN/EBITDA del negocio industrial hasta 1,5x (vs objetivo 1x anterior), manteniendo el rating en Grado de Inversión; (5) Conversión en caja (1-crecimiento de ingresos comparables); y (6) crecimiento progresivo en dividendos, más un programa de recompra de acciones (3.000M€, entre 2022-26). Para el ejercicio en curso, mantuvo objetivos, BNA entre 5.700-6.200M€ (incorporando cargas de la adquisición de Varian).

:: Por Negocios: (1) **Industria Digital** estima crecimiento a medio plazo entre 5% / 7% en Ingresos y margen EBITA ajustado entre 17% / 23% (sin cambios). El cambio de modelo de ingresos de pago al inicio hacia "software as a service" (SaaS) tendrá un **impacto inicial en márgenes** (unos -200pb hacia 2022, aunque estiman que se mantendrá dentro del rango objetivo para la división); (2) **Smart Infrastructure** +4% / 6% en ingresos y elevan el rango de margen entre 11% / 16% (revisado al alza +1pp); (3) **Mobility** crecimiento de ingresos entre 5% / 8%, rango de margen entre 10% / 13% (revisada al alza +1pp); (4) **Siemens Healthineers**, donde tiene una participación del 75% crecimiento de ingresos superior al +5%, margen entre 17% / 21% (sin cambios) y (5) **en S. Financial Services (SFS)** objetivo de RoE entre el 15%/20%. Finalmente respecto a la participación en S.Energy se mantiene el objetivo de ir reduciéndola (entre 12-18 meses, tal y como se indicó en el momento del Spin off en sept-2020).

:: Recomendación Mantener. P. Obj. 150,2€/acc. Hemos revisado nuestras estimaciones de Ingresos del Grupo ligeramente a la baja en 2021e, al alza en 2022e +1,4% y especialmente a partir del ejercicio 2023e, lo que se traduce en un EBIT ligeramente al alza en 2022e +0,7% y especialmente a partir de 2023e +9,4%. Valoramos muy positivamente el posicionamiento de la compañía en segmentos de negocio con fuertes expectativas de demanda (especialmente Digitalización de la industria, aunque con una expectativa más débil en márgenes a corto plazo por el cambio del modelo de ingresos). Nuestra valoración por Suma de Partes apunta a **150,2€/acc. en el escenario central**, para ejercicio 2022 que finaliza sep (vs P. Obj. ant. 142,6€/acc.). **Recomendación de Mantener.**

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérd. y Gan.	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI 20-25e
Ingresos	86.849	57.139	59.488	63.310	66.225	69.277	72.533	4,9%
- Digital Industries	16.087	14.997	16.497	17.487	18.361	19.279	20.243	6,2%
- Smart Infrastructure	15.225	14.323	15.182	15.790	16.421	17.078	17.761	4,4%
- Mobility	8.916	9.052	9.505	9.980	10.479	11.003	11.553	5,0%
- Siemens Healthineers	14.517	14.460	16.051	17.816	18.707	19.642	20.624	7,4%
- Oil&Gas y SGRÉ (Op. discount.)	27.890	-	-	-	-	-	-	-
- Otros	4.214	4.308	2.253	2.238	2.257	2.275	2.352	-11,4%
EBITDA	9.607	8.197	9.907	10.423	11.623	12.553	13.416	10,4%
	11,1%	14,3%	16,7%	16,5%	17,6%	18,1%	18,5%	5,2%
EBIT	6.189	5.040	6.800	7.469	8.733	9.723	10.641	16,1%
	7,1%	8,8%	11,4%	11,8%	13,2%	14,0%	14,7%	10,7%
BAI	7.517	5.672	7.342	7.942	9.198	10.228	11.193	14,6%
B° Operaciones Continuas	5.645	4.290	5.874	6.195	6.899	7.620	8.339	14,2%
B° Operaciones Discontinuas	2	-90	8	188	320	422	472	
BN	5.647	4.200	5.882	6.383	7.219	8.042	8.811	16,0%
BNA	5.173	4.030	5.404	5.859	6.651	7.429	8.197	15,3%
Resumen Balance	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI 20-25e
Activo No Corriente	79.879	70.928	69.927	69.312	68.727	68.172	67.643	-0,9%
Act. Dispon. Venta	238	338	346	535	855	1.277	1.749	-
Activo Corriente	56.410	38.590	40.069	41.926	43.341	44.824	46.405	3,8%
Caja e IFT	13.722	14.041	14.733	15.786	17.836	20.146	22.674	10,1%
Total Activo/Pasivo	150.249	123.897	125.075	127.558	130.760	134.419	138.471	2,2%
PN	50.983	39.823	42.503	45.341	48.493	51.966	55.732	7,0%
Pasivo no corriente	48.541	49.958	48.958	47.458	46.458	45.458	44.458	-2,3%
Pasivo dispon. Venta	2	35	43	232	552	974	1.446	-
Pasivo corriente	50.723	34.081	33.571	34.527	35.257	36.020	36.835	1,6%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración por Suma de Partes

		Esc. Central			Esc. Pesimista			Esc. Optimista		
	2022E	Múltiplo	EV	Múltiplo	EV	Múltiplo	EV	Múltiplo	EV	
	EBITDA	EV/EBITDA	(M€)	EV/EBITDA	(M€)	EV/EBITDA	(M€)	EV/EBITDA	(M€)	
	(M€)	(x)		(x)		(x)		(x)		
Digital Industrii	100%	3.253	13,3	43.268	30,1%	11,3	36.778	15,3	49.758	
Smart Infrastru	100%	2.112	13,3	28.090	19,5%	11,3	23.877	15,3	32.304	
Mobility	100%	1.221	9,9	12.085	8,4%	8,4	10.272	11,4	13.898	
SHL ⁽¹⁾	75,4%			60.348			51.296		69.400	
				143.791	100,0%		122.223		165.360	
SFS	RR.PP.	P/BV Obj.	V.RR.PP.		P/BV Obj.			P/BV Obj.		
	3.012	1,11	3.347		0,89		2.677	1,33	4.016	
Deuda Neta			-25.025				-25.025		-25.025	
Ajuste Deuda SFS			25.267				25.267		25.267	
Provisiones, Pensiones y otros ajustes			-5.321				-5.321		-5.321	
DFN Industrial			-5.079				-5.079		-5.079	
S. Energy (35%)			9.028				7.674		10.382	
Minoritarios (24,65% SHL y otros)			-15.852				-13.537	2.314	-18.000	
Pta. Equiv. y otros ajustes			1.166				1.166		1.166	
Pta. Equiv.			1.166				1.166		1.166	
Otros Ajustes										
			136.402				115.124		157.846	
Dto. Holding (-10%)			-13.640				-11.512		-15.785	
Total Valor			122.762				103.612		142.061	
N° acc. (diluidas)			817				817		817	
P. Obj.			150,2				126,8		173,8	
			11,1%				-6,3%		28,5%	

⁽¹⁾ Valor de la participación

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

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

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

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	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla	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

Todos nuestros informes en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

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

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid