

SIEMENS

Sector: Industrial

Precio Objetivo: 151,5 €/acc.

Recomendación: Neutral

Fortaleza en pedidos, presión en márgenes

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Precio Mercado (€):	125,84 €
Potencial (%):	20,4%
Capitalización (M €):	106.964
Nº Acciones (M.):	850
Mín/Max (52 sem) (€):	93,48/145,96
Cód. Reuters / Bloomberg:	SIEGn.DE / SIE GY

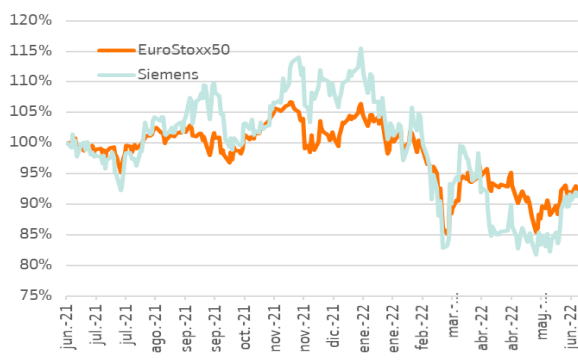
Pples datos (M€)

	2021	2022e	2023e
Ingresos	62.265	67.966	71.043
% inc.	9,0	9,2	4,5
EBITA	7.498	9.011	9.756
Mgn %	12,0	13,3	13,7
Bº Op. Continuat.	5.637	7.029	7.317
Bº Op. Discontin.	1.062	-22	-22
B.N	6.699	7.007	7.295
BNA	6.162	6.465	6.709
BPA (€)	6,3	8,0	8,3
% inc.	24,7	27,2	3,8
DPA	3,9	4,0	4,6
% inc.	11,4	2,6	14,0

Ppales ratios

	2021	2022e	2023e
PER (x)	15,3	14,6	14,0
VE/EBITDA	11,3	6,9	6,7
Rentab. dividendo	3,3%	3,4%	3,9%
P/V (x)	2,3	2,0	1,9

Evolución bursatil (1 año)



Rltados Trim

	2T21	2T22	%
Pedidos	15.879	20.978	32%
Ingresos	14.665	17.039	16%
EBITA Adt (A. Ind)	2.088	1.777	-15%
Mg. % (A. In)	15,1	11,0	
Bº Act. Cont.	1.516	1.209	-20%
Bº Act. Disont.	874	4	
BNA	2.390	1.213	-49%

¹ PPA - "Purchase price allocation"

Recomendación Neutral. Precio Objetivo 151,5€/acc. (trasladado sept-23 vs 150,2€/acc. ant.). A pesar de que consideramos que hay valor en la compañía y la cartera de pedidos evoluciona favorablemente, mantenemos la recomendación Neutral ante el aumento de los riesgos geopolíticos y macroeconómicos que pueden seguir presionando los márgenes, junto a la ausencia de catalizadores a corto plazo.

En el último trimestre los resultados han mostrado un deterioro en márgenes, en parte por el cambio de modelo (previsto) en Digital Industries hacia "SaaS", y por el impacto de los ajustes por la exposición a Rusia, especialmente en Mobility. Además, el nivel de DFN se ha elevado a 1,6x EBITDA (vs 1,4x anterior).

:: Resultados del 2T 2022 más débiles de lo esperado en dos aspectos: (1) márgenes de la actividad industrial (el margen EBITA baja al 11% desde 14,7% 2T 2021 y 15% esperado por el consenso). Todas las divisiones se quedan ligeramente por debajo, si bien, el principal impacto se produce por el ajuste de valor (*impairment*) en Mobility derivado de las sanciones a Rusia (por unos -600M€, que genera pérdidas en EBITA de esta división de -369M€); **(2) Deuda neta (15.483M€), aumenta a 1,6x EBITDA** desde 1,4x el trimestre anterior (por encima del objetivo de 1,5x EBITDA).

Buena evolución de pedidos en el 2T 2022 (+22% a/a comparable +32% a/a total) 1,23x book-to-bill. Eleva la cartera de pedidos hasta 94 Bn€.

Por divisiones: (1) Digital Industries (DI) fortaleza en pedidos (+32% a/a comparable en el 2T 2022). Ingresos comparables +9% a/a, mientras el margen se sitúa en 18,1% (vs 20,1% 2T 2021), ante el cambio del modelo de reconocimiento de ingresos hacia "Software as a Service" (SaaS); (2) Smart Infrastructure (SI) pedidos +22% a/a comp. y Ventas +8% a/a. El margen 11,1% (vs 10,8% 2T 2021). Han evitado disrupciones relevantes en las cadenas de suministro. (3) Mobility (MO) pedidos +13% a/a comp., mientras los ajustes por la exposición a Rusia llevan a Ingresos -9% a/a comp. y pérdidas en el trimestre (por *impairments*). Por último, señalar que S. Healthineers también mantuvo una fuerte entrada de pedidos y Ventas, con un margen del 16%, (vs 16,1% 2T 2021).

:: Siemens mantiene el *guidance* para 2022, proyectan un BPA (pre PPA) en el rango 8,70 a 9,10 €/acc. desde 8,32€/acc. del ejercicio fiscal 2021. Por negocios en Digital Industries (DI) rango de ingresos comparables esperado aumenta al 9% / 12% y Smart Infrastructure (SI) al 6% / 9% (en ambos casos desde el 5% y 8% ant.) y Movilidad (MO) mantienen el crecimiento de ingresos comparable entre 5% y 8%, y **margen en DI entre 19% y 21%, para SI entre 12% y 13% y MO entre 10% y 10,5% (donde espera que las plusvalías de la venta de activos, incluyendo Yunex Traffic, compensen el impacto relacionado con las sanciones a Rusia).**

:: Recomendación Neutral. P. Obj. 151,5€/acc. (trasladada a sept-23) vs 150,2€/acc. (sept-22). Revisamos nuestras estimaciones de Ingresos al alza en los próximos ejercicios (entre el +6% y +7%), ante la buena evolución de la Cartera de Pedidos. Sin embargo, somos más cautos en márgenes a medio plazo, hacia niveles medios del 17% en 2024e vs 18% anterior, ante un entorno macroeconómico más complejo. Nuestra valoración por Suma de Partes apunta a 151,5€/acc. en el escenario central, para ejercicio 2023 que finaliza septiembre (vs P. Obj. ant. 150,2€/acc.).

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérd. y Gan.	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI 21-26e
Ingresos	57.139	62.265	67.966	71.043	73.942	77.035	78.671	4,8%
- Digital Industries	14.997	16.514	18.372	19.382	20.448	21.573	22.166	6,1%
- Smart Infrastructure	14.323	15.016	16.217	17.109	17.862	18.648	19.058	4,9%
- Mobility	9.052	9.232	9.244	9.613	10.094	10.599	10.864	3,3%
- Siemens Healthineers	14.460	17.997	21.002	21.675	22.216	22.772	23.000	5,0%
- Otros	4.308	3.506	3.131	3.263	3.322	3.444	3.583	0,4%
EBITDA	8.197	9.567	11.475	11.850	12.692	13.313	13.690	7,4%
	14,3%	15,4%	16,9%	16,7%	17,2%	17,3%	17,4%	2,5%
EBIT	5.040	6.492	7.403	7.880	8.809	9.507	9.957	8,9%
	8,8%	10,4%	10,9%	11,1%	11,9%	12,3%	12,7%	4,0%
Pta. Equivalencia	-596	-478	65	280	444	511	533	
BAI	5.672	7.498	9.011	9.756	10.895	11.715	12.244	10,3%
BN	4.200	6.699	7.007	7.295	8.095	8.706	9.100	6,3%
BNA	4.030	6.162	6.465	6.709	7.464	8.075	8.469	6,6%

Resumen Balance	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI 21-26e
Activo No Corriente	70.928	87.267	86.364	85.652	85.057	84.521	84.028	-0,8%
Act. Dispon. Venta	338	223	201	179	157	135	113	-12,7%
Activo Corriente	38.590	42.573	46.078	47.997	49.485	51.073	51.912	4,0%
Caja e IFT	14.041	9.545	6.188	4.250	5.833	6.910	7.245	-
Total Activo/Pasivo	123.897	139.608	138.831	138.078	140.532	142.639	143.298	0,5%
PN	39.823	49.274	53.095	56.754	60.803	65.130	69.638	7,2%
Pasivo no corriente	49.958	50.382	45.382	42.382	39.382	36.382	32.132	-8,6%
Pasivo dispon. Venta	35	10	-12	-34	-56	-78	-100	-
Pasivo corriente	34.081	39.942	40.366	38.976	40.404	41.205	41.628	0,8%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración por Suma de Partes

		Esc. Central			Esc. Pesimista			Esc. Optimista		
		2023E EBITDA (M€)	Múltiplo EV/EBITDA (x)	EV (M€)	Múltiplo EV/EBITDA (x)	EV/EBITDA	Múltiplo EV/EBITDA (x)	EV/EBITDA	P/BV Obj.	P/BV Obj.
Digital Industries	100%	3.757	11,6	43.585	27,3%	9,9	37.048	13,3	50.123	
Smart Infrastructure	100%	2.244	11,6	26.034	16,3%	9,9	22.129	13,3	29.939	
Mobility	100%	951	7,6	7.246	4,5%	6,5	6.159	8,8	8.333	
SHL ⁽¹⁾	75,4%			82.920			62.322		84.318	
				159.785	100,0%		127.657		172.713	
SFS		RR.PP. 2.982	P/BV Obj. 1,11	V.RR.PP. 3.313		P/BV Obj. 0,89	2.650	P/BV Obj. 1,33	3.976	
Deuda Neta				-35.318			-35.318		-35.318	
Ajuste Deuda SFS				26.519			26.519		26.519	
Provisiones, Pensiones y otros ajustes				-6.343			-6.343		-6.343	
DFN Industrial				-15.142			-15.142		-15.142	
S. Energy (35,1%)				6.593			5.604		7.582	
Minoritarios (24,65% SHL y otros)				-19.144			-16.232	2.912	-21.654	
Pta. Equiv. y otros ajustes				1.187			1.187		1.187	
				136.592			105.724		148.661	
Dto. Holding (-10%)				-13.659			-10.572		-14.866	
Total Valor				122.932			95.152		133.795	
Nº acc. (diluidas)				811			811		811	
P. Obj.				151,5			117,3		164,9	
				20,4%			-6,8%		31,0%	

⁽¹⁾ Valor del total

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

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

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

Pág. 2 de 3

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo (€/acc.)
25/06/2021	Neutral	150,2
03/06/2022	Neutral	151,5

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

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

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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 & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Mariana Queirós Ferro - Telecoms

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/actualidad>

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

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid