

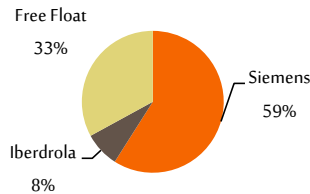
Sector: Industrial

Defender más que atacar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 8.711
 Último: 12,79
 Nº Acciones (M.): 681,1
 Min / Max (52 sem): 9,02/21,02
 Cód. Bloomberg / Reuters: SGRE.SM / SGRE.MC

Accionariado



Objetivos del plan estratégico L3AD2020

Crecimiento ventas por encima del mercado en MW y €
 Margen EBIT ajustado 8-10%
 CAPEX < 5% de las ventas
 Flujo de caja positivo cada año
 Política dividendo con payout del 25%
 Sinergias > 400M€ (> 230M€ en 2019 y > 400M€ en 2020)
[Link a la presentación de la compañía](#)

Perspectivas crecimiento mercado (1)

	2017	2020	TAMI
Onshore	49	57	GW 5%
Offshore	4	5	GW 12%
Servicios	14	19	000M\$ 11%

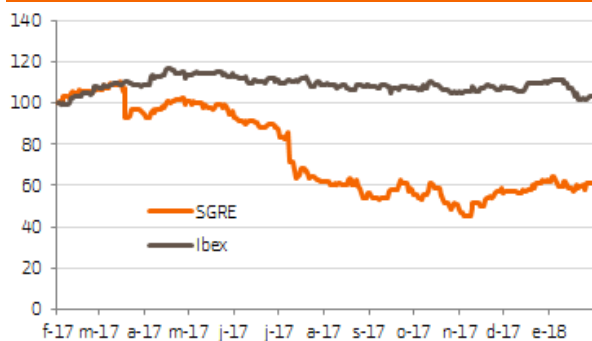
(1) Media anual de instalaciones. Consultora MAKE

Previsiones 2018 vs cifra proforma FY 2017

M€	FY2017	Guías FY 2018
Ventas	10.964	9.000 / 9.600
EBIT Subyacente pre-PPA (2)	7%	7% / 8%
Capital circulante/Ventas	-3%	-3% a +3%
Capex	621	500

(2) Sin tener en cuenta la amortización del PPA generado en la fusión.

Evolución bursátil SGRE vs Ibex-35



Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Precio Objetivo: 13,30 €

Recomendación: Neutral

Fijamos el Precio Objetivo de SGRE, que estaba en revisión, en 13,3€. Dicho precio apenas ofrece potencial de revalorización por lo que mantenemos nuestra recomendación en Neutral. Valoramos positivamente el hecho de que la compañía aclare su estrategia y mejore su previsión de márgenes respecto a las guías de 2018. Ahora bien, también pensamos que el Plan Estratégico está poco cuantificado y que refleja una estrategia más bien defensiva, lo que da idea del todavía cambiante entorno de mercado.

Después de haberlo aplazado, la compañía presentó por fin el pasado 15 de febrero su **estrategia a 2020**, bautizada como **L3AD2020**, cuyos principales objetivos recogemos en la tabla de la izquierda, así como el link a su presentación.

Como no podía ser de otra manera, la compañía reconoció que los últimos nueve meses han sido complicados, tanto por el proceso de fusión como por la situación que atraviesa el mercado. Ahora bien, podría estar superando un **punto de inflexión**.

La nueva estrategia está centrada en un **ahorro de costes de 2.000M€** que le permitirá recuperar márgenes (EBIT sobre ventas) hacia el entorno de 8/10% (vs 8,6% previsto en nuestra anterior nota del 17 nov 17). El ahorro es fruto de 400M€ de sinergias y de incrementos en productividad y eficiencia, mejoras que hemos incorporado parcialmente en nuestras previsiones, lo que resulta en una subida de los márgenes y del Precio Objetivo. **Las sinergias** prácticamente se doblan frente al objetivo inicial (400M€ vs 230M€) y se lograrán más rápidamente de lo previsto. En cuanto a **los costes**, la racionalización de la oferta de producto (una tecnología por segmento) les permite avanzar en la estandarización (menos piezas, menos inventario). De hecho, el 65% de los ahorros previstos proceden de la "accesibilidad de producto", especialmente en el segmento *onshore*.

La política de **retribución al accionista** no cambia respecto a la que tenía Gamesa (*payout* del 25%) lo que se traduce en una rentabilidad por dividendo del 1,1% según nuestras estimaciones.

En definitiva, valoramos positivamente el hecho de que por fin la compañía aclare su estrategia. Además, parece que la integración avanza más rápido de lo previsto (las sinergias se alcanzarán un año antes de lo previsto) y que SGRE está preparada para afrontar un entorno cambiante. Dicho esto, toda la estrategia pivota en el ahorro de costes para que, al final, los márgenes no mejoren respecto al pasado (sí frente a nuestras estimaciones anteriores), lo que da idea del fuerte impacto que está provocando el cambio de modelo en el sector, con una notable presión a la baja en los precios. El grueso del ajuste podría haberse realizado ya, pero podríamos seguir viendo un goteo a la baja. Por otro lado, la compañía no se aventura a concretar ninguna magnitud de la cuenta de Pérdidas y Ganancias (beneficio operativo o beneficio neto).

En conjunto, nos parece una estrategia defensiva, que puede ser realizable pero sin demasiado atractivo. Hay que tener en cuenta que, incluso según el plan de la compañía, 2018 será el año de culminación de la fusión y estabilización, en 2019 se materializarán las economías de escala y el apalancamiento operativo, y será a partir de 2020 cuando la compañía inicie un ciclo de rentabilidad sostenible.

Ahora bien, también habría que destacar positivamente la **diversificación geográfica y de negocio** de SGRE. Geográficamente, está presente en 90 países y tiene la menor concentración en un único país entre sus competidores. En cuanto a las líneas de negocio, es líder en el segmento *Offshore* con una cuota que ronda el 50% a nivel mundial, y está dentro del Top3 en *Onshore* y Top2 en Servicios.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

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

Ramón Forcada Ana de Castro Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Pilar Aranda Elena Fdez-Trajiella

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

Jesús Amador Esther G. de la Torre Rafael Alonso Joao Pisco Susana André (Mktg&Support)

Avda de Bruselas, 14
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

PyG (M€)	2016 (1)	2017 (1)	2018	2019	2020	2021	2022	TAMI'16/22
Cartera de pedidos	20.590	20.688	20.697	21.555	22.528	23.198	24.001	3%
Ingresos	11.024	10.964	9.548	9.993	10.598	11.324	11.834	1%
<i>AEG Onshore</i>			4.707	4.895	5.091	5.242	5.347	
<i>AEG Offshore</i>			3.704	3.921	4.277	4.816	5.173	
<i>O&M</i>			1.138	1.176	1.230	1.266	1.315	
Margen Bruto	1.665		1.241	1.359	1.618	1.722	1.788	1%
EBIT	1.065		192	461	772	875	956	
EBIT ajustado (2)	1.065	767	692	791	1.022	1.095	1.136	1%
<i>Margen EBIT</i>	9,7%	7,0%	7,2%	7,9%	9,6%	9,7%	9,6%	
BNA	727		128	305	529	604	663	-2%
BNA ajustado (3)	727	539	369	511	707	760	791	1%

(1) Cifras pro-forma (2) Excluye amortización PPA y costes de integración. (3) Excluye amortización PPA.

Balance (M€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TAMI'16/22
Caja	2.230	2.275	1.994	2.072	2.155	2.305	2.411	
Activo circulante	5.347	5.073	5.128	5.320	5.540	5.890	6.121	
Inmovilizado	1.395	1.664	1.658	1.770	1.874	2.002	2.121	
Fondo de comercio	5.311	4.418	4.660	4.660	4.660	4.660	4.660	
Otros	1.576	3.566	3.339	3.386	3.434	3.483	3.533	
Total Activo	15.859	16.996	16.778	17.207	17.662	18.338	18.845	2,9%
Pasivo circulante	6.293	6.562	5.279	5.424	5.579	5.810	5.992	
Provisiones	1.696	2.372	2.364	2.412	2.460	2.509	2.559	
Deuda Financiera	790	231	1.208	1.216	1.071	1.014	791	
Otros	452	924	924	924	924	924	924	
Patrimonio neto	6.631	6.907	7.003	7.231	7.628	8.081	8.579	
Total Pasivo	15.859	16.996	16.778	17.207	17.662	18.338	18.845	2,9%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor R
+BNA ajustado	369	511	707	760	791	
+Amortizaciones	380	388	396	422	431	
+Gastos Financieros*(1-T)	3	17	17	15	14	
- Inversión en activo fijo	(500)	(500)	(500)	(550)	(550)	
- Inversión en circulante	(151)	(46)	(66)	(119)	(49)	
= CFL Operativo	101	369	554	529	637	11.432

EV	9.359					WACC 8,2%
- DFN (+ caja)	377					g 2,0%
- Provisiones (4)	(675)					Nº acciones (M) 681,10
EqV	9.061					
Precio objetivo	13,30 €/acción					PER'18e implícito 24,5 x EV/EBIT'18 implícito 13,5 x

Tabla sensibilidad		Tasa de crecimiento sostenido (g)								
Pº Objetivo		1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%
Coste	6,2%	17,20	17,86	18,59	19,38	20,24	21,20	22,25	23,43	24,75
medio	6,7%	15,52	16,05	16,64	17,27	17,95	18,70	19,51	20,41	21,40
de los	7,2%	14,12	14,56	15,04	15,55	16,10	16,70	17,35	18,05	18,82
Recursos	7,7%	12,93	13,30	13,70	14,13	14,58	15,07	15,59	16,16	16,77
(WACC)	8,2%	11,92	12,23	12,57	12,92	13,30	13,71	14,14	14,60	15,10
	8,7%	11,04	11,31	11,60	11,90	12,22	12,56	12,92	13,31	13,72
	9,2%	10,27	10,51	10,75	11,01	11,28	11,57	11,88	12,21	12,55
	9,7%	9,59	9,80	10,01	10,24	10,47	10,72	10,98	11,26	11,56
	10,2%	8,99	9,17	9,36	9,55	9,76	9,98	10,20	10,44	10,69

(4) 75% de los pasivos contingentes que afloraron con la combinación de negocios.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter: Eva del Barrio (analista principal de este informe) <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Ana de Castro Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Pilar Aranda Elena Fdez-Trapiella <http://www.bankinter.com/>
 Jesús Amador Esther G. de la Torre Rafael Alonso Joao Pisco Susana André (Mktg&Support) Avda de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
 La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.