

SECTOR: INDUSTRIAL

RECOMENDACIÓN: NEUTRAL

PRECIO OBJETIVO: 13,30€

ESTA COMPAÑÍA NO SE ENCUENTRA EN NUESTRAS CARTERAS MODELO [enlace](#)

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y recientes publicados por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre *Siemens 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*, así como la última nota completa sobre la compañía. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto contiene los datos que deben ser tenidos en cuenta ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, el precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

## COMENTARIOS

04/05/2018

**SIEMENS GAMESA (Neutral; Pº Objetivo: 13,30; Cierre: 13,99€): Buenos resultados.-**

Principales cifras 2T'18 fiscal: Ventas 2.242M€ (-29%) vs 2.209M€ del consenso, AEG 1.973€ (-32%), O&M 268M€ (-7%), EBIT reportado 54M€ (-82%), EBIT subyacente (sin costes de integración ni impacto amortización PPA) 189M€ (-40%) vs 145M€ del consenso, Margen EBIT subyacente 8,4% vs 9,9% en 2T'17 y 6,3% en 1T'18, BNA reportado +35M€ vs -9M€ estimado. Deuda financiera neta -112M€ vs caja de 341M€ en diciembre'17. Las inversiones suman 84M€. La entrada de pedidos alcanza 3.043M€ (-24%) y lleva a la cartera de pedidos a 22.041M€ (+1,8%). Además, ha reafirmado las guías del año.

**OPINIÓN:** Los resultados han batido las estimaciones y son sólidos, con una cartera de pedidos que regresa al pico de 2017. Las ventas siguen cayendo con fuerza, tal y como se espera para el conjunto del año, debido principalmente a la caída de las ventas de aerogeneradores por la reducción del volumen y precio en el mercado *onshore*. En cualquier caso, la cartera alcanzada permite a SGRE cerrar marzo con una cobertura del 100% sobre las guías de ventas para todo el ejercicio. Además, el segmento *onshore*, que había estado presionado por la transición hacia un sistema de subastas, registra una entrada de pedidos muy fuerte (2,5GW, +54% a/a) con recuperación del mercado indio y estabilización en el precio medio de venta por segundo trimestre consecutivo. Como aspecto negativo encontramos la situación de la posición financiera neta pero entendemos que se trata de algo transitorio por la estacionalidad del capital circulante. Con estas cuentas, la compañía está en línea de cumplir sus objetivos anuales. En el 1S'18 las ventas suman 4.369M€ frente a un objetivo anual de 9.000/9.600M€, el margen EBIT queda en 7,4% vs 7%/8% objetivo, el capital circulante supone el 2,8% de las ventas vs -3%/+3% objetivo y el Capex suma 166M€ vs 500M€ objetivo. Además, la compañía señala que las perspectivas del sector siguen siendo fuertes. A las 9:00h tendrá lugar un *conference call* en el que darán más detalles de estos resultados. Link a [los resultados](#).

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio  
Ramón Forcada Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Elena Fdez-Trapiella Joao Pisco  
Ana de Castro Rafael Alonso Jesús Amador Aránzazu Bueno Pilar Aranda Susana André (Support)

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>  
Por favor, consulte importantes advertencias legales en: [https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

<http://broker.bankinter.com/>  
<http://www.bankinter.com/>  
Avenida de Bruselas, 14  
28108 Madrid

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

26/04/2018

**SIEMENS GAMESA (Neutral, Pº Objetivo: 13,30€; Cierre: 13,45€): Importante contrato en India.-**

Ha cerrado un contrato con Sembcorp Green Infra -filial de Sembcorp Energy India-, para construir llave en mano un parque de 300 MW, en el que instalará 143 aerogeneradores del modelo SG 2.1-122. Se encargará de toda la infraestructura necesaria para la instalación y operación de este proyecto, ubicado en el estado de Gujarat, al oeste del país. Además, mantendrá durante diez años el parque, cuya puesta en marcha está prevista para abril de 2019.

**OPINIÓN:** Se trata del mayor pedido de su historia en India y pone de relieve que dicho mercado se ha reabierto. Equivale al 2,7% de su cartera de pedidos AEG a cierre de diciembre'17. Además, supone el primer contrato de la compañía para el suministro de la máquina SG 2,1-122, diseñada para la optimización en emplazamientos de vientos bajos. Presente en India desde 2009, Siemens Gamesa recientemente ha superado el hito de los 5 GW puestos en marcha en el país.

01/03/2018

**SIEMENS GAMESA (Neutral; Pº Objetivo: 13,30€; Cierre: 13,085€): Contrato en Dinamarca.-**

Ha firmado contratos con Vattenfall para el suministro, servicio y mantenimiento de un total de 41 aerogeneradores que se ubicarán cerca de la costa oeste de Dinamarca en el Mar del Norte con una capacidad combinada de 350MW.

**OPINIÓN:** La noticia supone la confirmación del anuncio realizado en noviembre cuando SGRE comunicó que había sido seleccionada por Vattenfal como proveedor preferente, por tanto el impacto en mercado estaba ya recogido. El contrato equivale al 2,4% aprox. de la cartera de pedidos a cierre de dic'17.

Sector: Industrial

Defender más que atacar

## Datos Básicos

Capitalización (M €): 8.711

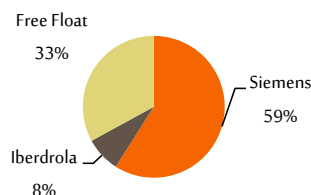
Último: 12,79

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 &lt; 5% de las ventas

Flujo de caja positivo cada año

Política dividendo con payout del 25%

Sinergias &gt; 400M€ (&gt; 230M€ en 2019 y &gt; 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%

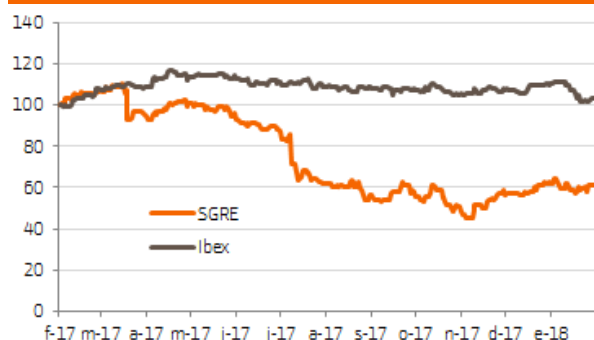
(1) Media anual de instalaciones. Consultora MAKE

## 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:

Ramón Forcada Ana de Castro Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Pilar Aranda Elena Fdez-Traipella  
Jesús Amador Esther G. de la Torre Rafael Alonso Joao Pisco Susana André (Mktg&Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/><http://www.bankinter.com/>Avda de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas[https://webcorporate.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporate.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%
<b>Ingresos</b>	<b>11.024</b>	<b>10.964</b>	<b>9.548</b>	<b>9.993</b>	<b>10.598</b>	<b>11.324</b>	<b>11.834</b>	<b>1%</b>
AEG Onshore			4.707	4.895	5.091	5.242	5.347	
AEG Offshore			3.704	3.921	4.277	4.816	5.173	
O&M			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	
<b>EBIT ajustado (2)</b>	<b>1.065</b>	<b>767</b>	<b>692</b>	<b>791</b>	<b>1.022</b>	<b>1.095</b>	<b>1.136</b>	<b>1%</b>
Margen EBIT	9,7%	7,0%	7,2%	7,9%	9,6%	9,7%	9,6%	
BNA	727		128	305	529	604	663	-2%
<b>BNA ajustado (3)</b>	<b>727</b>	<b>539</b>	<b>369</b>	<b>511</b>	<b>707</b>	<b>760</b>	<b>791</b>	<b>1%</b>

(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	
<b>Total Activo</b>	<b>15.859</b>	<b>16.996</b>	<b>16.778</b>	<b>17.207</b>	<b>17.662</b>	<b>18.338</b>	<b>18.845</b>	<b>2,9%</b>
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	
<b>Total Pasivo</b>	<b>15.859</b>	<b>16.996</b>	<b>16.778</b>	<b>17.207</b>	<b>17.662</b>	<b>18.338</b>	<b>18.845</b>	<b>2,9%</b>

### 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)	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>101</b>	<b>369</b>	<b>554</b>	<b>529</b>	<b>637</b>	<b>11.432</b>

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.

<b>Equipo de Análisis de Bankinter:</b>		<b>Eva del Barrio (analista principal de este informe)</b>				<a href="http://broker.bankinter.com/">http://broker.bankinter.com/</a>
Ramón Forcada	Ana de Castro	Ramón Carrasco	Aránzazu Bueno	Pilar Aranda	Elena Fdez-Trapiella	<a href="http://www.bankinter.com/">http://www.bankinter.com/</a>
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](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.