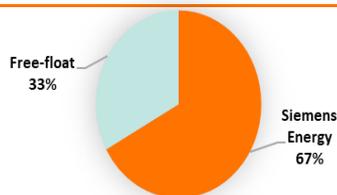


Sector: *Industrial***SIEMENS GAMESA  
RENEWABLE ENERGY**Precio Objetivo: 33,0 €  
Recomendación: Neutral

Analista: Aránzazu Cortina

*1T21 mejores márgenes, entrada de pedidos más débil. Se mantienen las perspectivas de crecimiento en Offshore a medio plazo***Datos Básicos**

Capitalización (M €): 22.837  
 Último (€/acc.): 33,53  
 Evol. Año (%): 1,3%  
 Nº Acciones (M.): 681,1  
 Min / Max (52 sem): 11,05/38,48  
 Cód. Bloomberg / Reuters: SGRE SM / SGREN.MC

**Accionariado**

Ppales cifras y r	2020r	2021e	2022e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedic	30.248	32.712	35.971	9,1%
<b>Ingresos</b>	<b>9.483</b>	<b>10.848</b>	<b>11.196</b>	<b>8,7%</b>
EBIT reportado	-957	-72	414	
<b>EBIT ajustado<sup>(1)</sup></b>	<b>-233</b>	<b>468</b>	<b>797</b>	-
Marg. EBIT ajust	-2,5%	4,3%	7,1%	
BNA	-918	-100	242	
BNA Ajustado	-266	278	509	
<b>DFN<sup>(2)</sup></b>	<b>48</b>	<b>215</b>	<b>-49</b>	
BPA (€/acc.)	-1,35	-0,15	0,35	
DPA (€/acc.)	0,00	0,00	0,09	
<b>EV/EBIT ajust.</b>	<b>-99,4</b>	<b>47,8</b>	<b>28,9</b>	

(1) EBIT pre-PPA y costes de integra. y reestruc. (2) DFN de balance

**Desglose de la Cartera de Pedidos**

Cartera de Pedidos (M€)	1T21	a/a	s/ Total
- Servicios	15.272	17,3%	51%
- Aerogeneradores Onsho	6.929	-7,4%	23%
- Aerogeneradores Offshc	7.903	4,2%	26%
<b>TOTAL</b>	<b>30.104</b>	<b>7,2%</b>	<b>100%</b>

**Evolución respecto al Ibex35 (base 100)**

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

Reiteramos nuestra recomendación **Neutral** en Siemens Gamesa, P. Obj: 33,0€/acc. Los resultados del 1T21 fueron ligeramente mejores de lo esperado en márgenes, en parte por la reversión de provisiones, aunque la entrada de pedidos fue más débil ante la volatilidad en las contrataciones de *Offshore* y la política de rentabilidad vs volumen en *Onshore*. La compañía mantiene sus objetivos para el año de Ingresos (entre 10.200 y 11.200M€) y Margen EBIT ajustado (entre 3%-5%).

Las buenas perspectivas para el negocio eólico a medio/largo plazo (especialmente en lo referente a *Offshore*, donde SGRE es líder) y la recuperación de márgenes sustentan nuestra recomendación. Nuestras proyecciones contemplan: (1) una progresiva recuperación del margen EBIT ajustado al 8,8% en 2026 (desde -2,5% en 2020 y hemos revisado ligeramente al alza el de 2021 al 4,3% desde 3,5%); (2) una tasa de crecimiento a largo plazo del 3%. Los múltiplos actuales solo se justifican por el potencial de crecimiento a largo plazo y dejan poco margen a retrasos o presiones en márgenes por competencia o materias primas, por lo que esperaríamos recortes para entrar en el valor (por debajo de 30€/acc.).

**:: Resultados 1T21, mejores márgenes de lo esperado favorecidos por reversión de provisiones.**

Los resultados vs consenso Bloomberg: Ingresos 2.295M€ (+15% a/a) vs 2.441M€ est. y un EBIT pre PPA y antes de costes de integración y reestructuración de 121M€ (vs -136M€ en el 1T20) y vs 41,9M€ est. El margen EBIT ajustado en +5,3% 1T21 (vs +1,7% est.); Aerogeneradores +0,9% (desde -4,3% en 4T20) y Servicios +25,8% (desde +23,9%) impulsado en parte por la reversión de provisiones. La Deuda Neta asciende a -476M€ vs Caja +175M€ y tras un capex en el trimestre de 140M€.

**:: Entrada de pedidos débil en el trimestre, pero las perspectivas para el mercado eólico siguen siendo muy positivas.**

La entrada de pedidos 2.281M€ en el trim. (vs 4.628M€ del 1T20), refleja la volatilidad en las entradas en *Offshore* (157M€ vs 1.547M€ en el 1T20), mientras *Onshore* fue más estable 1.619M€ (vs 1.611 en el 1T20), precio medio 0,69M€/MW en los últimos 12 meses desde 0,70 en el 1T20. Las perspectivas a medio plazo para el mercado eólico siguen siendo muy positivas. La compañía cuenta con 6,1GW en cartera *Offshore* y un *pipeline* de 9,3GW. Nuestras estimaciones ya contemplan unas instalaciones *Offshore* en el período 2021-2025E (c16,9GW est.).

**:: Recomendación Neutral. P. Obj: 33,0€/acc. (vs 34,1€/acc. ant).**

La sorpresa positiva en márgenes en parte se explica por un aspecto puntual y la compañía mantiene sus previsiones para 2021 (margen entre +2%/+5%). Hemos revisado ligeramente el margen EBIT 2021e (a +4,3% desde +3,5%) y hemos retrasado ligeramente el impacto de las instalaciones de *Offshore*, tras la menor evolución de los pedidos.

Las buenas perspectivas de instalaciones a medio y largo plazo se reflejan en unos múltiplos de PER 95x 2022E y 46x 2023E (y nuestra perspectiva de crecimiento a largo plazo del 3%), que dejan poco margen a retrasos o una presión en márgenes superior a la esperada. Esperaríamos recortes para entrar en el valor.

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14

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

28108 Alcobendas, Madrid

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

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

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'19/26
<b>Ingresos</b>	<b>10.226</b>	<b>9.483</b>	<b>10.848</b>	<b>11.196</b>	<b>11.602</b>	<b>12.970</b>	<b>14.765</b>	<b>15.517</b>	<b>6,1%</b>
- Aerogeneradores	8.733	7.715	8.714	8.974	9.226	10.418	12.021	12.562	5,3%
- Oper. & Manten.	1.493	1.768	2.134	2.222	2.377	2.551	2.744	2.955	10,2%
<b>EBIT reportado</b>	<b>253</b>	<b>-957</b>	<b>-72</b>	<b>414</b>	<b>772</b>	<b>952</b>	<b>1.140</b>	<b>1.243</b>	<b>25,5%</b>
<b>EBIT ajustado (2)</b>	<b>725</b>	<b>-233</b>	<b>468</b>	<b>797</b>	<b>977</b>	<b>1.107</b>	<b>1.274</b>	<b>1.360</b>	<b>9,4%</b>
- Aerogeneradores	382	-634	42	353	502	597	725	769	10,5%
- Oper. & Manten.	343	401	427	444	475	510	549	591	8,1%
<b>Margen EBIT</b>	<b>7,1%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>4,3%</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,8%</b>	
<b>BNA</b>	<b>140</b>	<b>-918</b>	<b>-100</b>	<b>242</b>	<b>494</b>	<b>623</b>	<b>758</b>	<b>835</b>	<b>29,1%</b>
<b>BNA ajustado (2)</b>	<b>491</b>	<b>-266</b>	<b>278</b>	<b>509</b>	<b>637</b>	<b>731</b>	<b>852</b>	<b>916</b>	<b>9,3%</b>

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

Resumen Balance	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'19/26
Tesorería	1.727	1.622	1.455	1.719	2.246	2.862	3.552	4.345	
Clientes	1.309	1.142	1.302	1.343	1.392	1.556	1.772	1.862	
Existencias	1.864	1.820	2.131	2.098	2.011	2.219	2.426	2.514	
Otros activos circulantes	2.999	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	
Inmovilizado	8.790	9.403	9.256	9.114	8.940	8.784	8.650	8.534	
<b>Total Activo</b>	<b>16.689</b>	<b>16.332</b>	<b>16.489</b>	<b>16.619</b>	<b>16.935</b>	<b>17.767</b>	<b>18.745</b>	<b>19.599</b>	<b>2,3%</b>
Acreedores	2.886	2.964	3.222	3.171	3.117	3.484	3.894	4.123	
Otros pasivos circulantes	3.968	4.214	4.214	4.214	4.214	4.214	4.214	4.214	
Provisiones & comp. Pensiones	2.177	2.165	2.165	2.165	2.165	2.165	2.165	2.165	
Deuda Financiera	864	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	
Otros	521	384	384	384	384	384	384	384	
Patrimonio neto	6.273	4.935	4.834	5.014	5.384	5.850	6.418	7.043	
<b>Total Pasivo</b>	<b>16.689</b>	<b>16.332</b>	<b>16.489</b>	<b>16.619</b>	<b>16.935</b>	<b>17.767</b>	<b>18.745</b>	<b>19.599</b>	<b>2,3%</b>

### Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
<b>+ EBIT Ajustado</b>	<b>622</b>	<b>977</b>	<b>1.107</b>	<b>1.274</b>	<b>1.360</b>	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas
- Impuestos s/Bº Operativo	(187)	(293)	(332)	(382)	(408)	
<b>+ NOPAT</b>	<b>436</b>	<b>684</b>	<b>775</b>	<b>892</b>	<b>952</b>	
+ Amortizaciones	585	594	625	725	750	
- Inversión en circulante	-59	-16	-6	-12	51	
- Inversión en activo fijo	-650	-600	-625	-725	-750	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>312</b>	<b>661</b>	<b>769</b>	<b>880</b>	<b>1.002</b>	<b>28.995</b>
<b>EV</b>	<b>24.409</b>					
- Caja Neta	(215)					
- Provisiones y Otros <sup>(4)</sup>	(1.807)					
- Minoritarios + Asoc.	66					
<b>EqV</b>	<b>22.453</b>					
<b>Precio objetivo</b>	<b>33,0 €/acción</b>					

WACC 6,6%  
g 3,0%  
Nº acciones (M) 681,10  
Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado 2021E 2022E  
52,1 30,6

### Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%
<b>Coste</b>	5,6%	34,2	36,8	39,7	43,2	47,4	52,5	58,8	66,9	77,5
<b>medio</b>	5,8%	31,7	33,9	36,4	39,4	42,8	47,0	52,0	58,3	66,2
<b>de los</b>	6,1%	29,5	31,4	33,6	36,1	39,0	42,4	46,5	51,5	57,7
<b>Recurso:</b>	6,3%	27,6	29,2	31,1	33,3	35,8	<b>38,7</b>	42,1	46,1	51,1
<b>(WACC)</b>	6,6%	25,8	27,3	29,0	30,8	<b>33,0</b>	35,4	38,3	41,7	45,7
	6,8%	24,3	25,6	27,1	<b>28,7</b>	30,6	32,7	35,1	37,9	41,3
	7,1%	22,9	24,1	25,3	26,8	28,4	30,3	32,4	34,8	37,6
	7,3%	21,6	22,7	23,8	25,1	26,5	28,2	30,0	32,1	34,5
	7,6%	20,5	21,4	22,5	23,6	24,9	26,3	27,9	29,7	31,8

(4) Considerando el 75% de las provisiones en Balance, más factoring y los Compr. de Pensiones.

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

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <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](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑIAS

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	Rafael Diogo - Portugal
Eduardo Cabero - Seguros	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